

UNIVERSITÉ DE MONTPELLIER. -- FACULTÉ DE DROIT

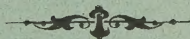
LE
CHANGE EN FRANCE
PENDANT LA GUERRE

THÈSE

POUR LE DOCTORAT ÈS SCIENCES POLITIQUES ET ÉCONOMIQUES

PAR

Douchan MICHITCH



MONTPELLIER
IMPRIMERIE FIRMIN ET MONTANE
Rue Ferdinand-Fabre et Quai du Verdanson

1921

LE
CHANGE EN FRANCE
PENDANT LA GUERRE

UNIVERSITÉ DE MONTPELLIER. — FACULTÉ DE DROIT

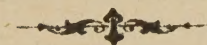
LE
CHANGE EN FRANCE
PENDANT LA GUERRE

THÈSE

POUR LE DOCTORAT ÈS SCIENCES POLITIQUES ET ÉCONOMIQUES

PAR

Douchan MICHITCH



MONTPELLIER
IMPRIMERIE FIRMIN ET MONTANE
Rue Ferdinand-Fabre et Quai du Verdanson

1921

UNIVERSITÉ DE MONTPELLIER

FACULTÉ DE DROIT

MM. Valéry, doyen, professeur de Droit commercial, chargé du cours de Droit international privé.

Moye, professeur de Droit international public, assesseur.

Charmont, professeur de Droit civil (en congé).

Morin, professeur de Droit civil.

Donnedieu de Vabres, professeur de Droit criminel.

Becqué, professeur de Droit civil.

De Nesmes-Desmarets, professeur de Droit administratif.

Roche-Agussol, agrégé d'Economie politique.

Bastid, chargé de cours de Droit constitutionnel.

Dijol, chargé du cours de Procédure.

Vincent, chargé de cours de Droit romain.

Bosc, chargé de cours de Droit civil.

Suret, chargé de cours d'Economie politique.

Guenoun, chargé de cours d'Histoire du droit.

Vialleton, chargé de cours de Droit civil.

Vigié et Brémond, Doyens honoraires.

Laborde, professeur honoraire.

Chausse, professeur honoraire.

Rochette, secrétaire.

MEMBRES DU JURY :

MM. Valéry, *président*.

Roche-Agussol, *agrégé*.

Suret, *chargé de cours*.

} *Membres.*

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

A LA MÉMOIRE DE MON PÈRE

AU SOUVENIR DE MES AMIS DE FRANCE

D. MICHITCH.

AVANT-PROPOS

Au seuil de ce travail, je dois exprimer ma profonde reconnaissance à mes Maîtres de la Faculté de Droit de Montpellier; je remercie, en particulier, Monsieur le professeur Roche-Agussol, dont les conseils éclairés et les efforts soutenus ont facilité considérablement ma tâche.

En même temps j'exprime envers l'Agence du Comptoir National d'Escompte de Paris, notamment à M. Armand Recoupé, toute ma reconnaissance, pour la documentation financière abondante mise largement à ma disposition.

Saint-Georges-d'Orques, 1921.

LE CHANGE EN FRANCE

PENDANT LA GUERRE

INTRODUCTION

I. La Théorie du Change. — II. Les marchés mondiaux
et les répercussions monétaires de la guerre.

I. — LA THÉORIE DU CHANGE

Le change¹ est une notion aussi simple dans son principe qu'admirable et complexe dans ses effets. Dès qu'on essaie de l'analyser dans son essence intime, elle s'échappe, se dérobe et fuit comme une image trompeuse. De là, de nombreuses interprétations qui, au lieu de projeter de la lumière sur le sujet l'ont plutôt obscurci. Le change est resté dans le domaine de la théorie, de même que, dans la pratique, « une dénomination vague » possédant des « effets mystérieux ». Ce qui a rendu sa compréhension complète encore moins accessi-

¹ Goschen : Théorie des changes étrangers,

ble, c'est une terminologie souvent impropre, qui créée et cristallisée par la pratique, s'est accréditée auprès de la science.

Ce terme, entendu dans son sens le plus scientifique, désigne le mécanisme qui permet de réaliser l'extinction des obligations internationales sans avoir recours à la monnaie métallique². On désigne souvent aussi sous cette même dénomination de change les titres de créance, — plus spécialement les effets commerciaux payables à l'extérieur — ou le prix de ces titres.

Avant d'étudier le change pendant la guerre, nous allons rappeler les lignes générales de son mécanisme.

Les instruments du change. — Les instruments du change (Bills of Exchange) sont constituée comme on vient de l'indiquer, par les titres de créance payables à l'extérieur; ces titres consistent notamment, en lettres de change, billets à ordre, chèques, warrants. On les appelle d'un nom général: les devises. Les valeurs mobilières jouent

² Dans ce sens F.-W. Taussig: *Principles of Economics*, t. II, p. 450. Sur les différentes significations de ce terme v. Paul Reboud: *Essai sur les changes étrangers*, p. 15. Devant cette diversité de significations consacrée par la science et l'usage, nous sommes obligés d'indiquer que « la manière dont le nom (change) est placé dans la phrase qui le contient dit assez comment il faut entendre l'expression employée, pour éviter toute ambiguïté ». Alph. Courtois: *Traité des opérations de bourse et de change*, p. 355.

également un rôle important dans les règlements de pays à pays.

Les circonstances dans lesquelles ces instruments se forment sont nombreuses et variées. C'est le commerce international qui est leur source principale. Les mercantilistes considéraient la balance du commerce comme indice essentiel du degré de prospérité d'un pays. On sait que l'un des résultats obtenus par la science économique moderne a été de montrer ce qu'avait d'excessif la théorie traditionnelle de la balance du commerce. La balance du commerce n'est qu'un des éléments de la balance des comptes; c'est cette balance des comptes, constituée par le rapport existant entre les créances et les dettes d'un pays à l'égard de l'ensemble des pays étrangers, qui constitue l'indice vraiment sûr de la situation économique de ce pays.

Ce n'est pas seulement en effet le solde du trafic qui indique l'état créiteur ou débiteur d'un peuple. Il faut encore compter ce que l'on appelle les importations et les exportations invisibles, qui sont souvent un élément important dans la fixation du solde final.

Avant la guerre, l'Angleterre était toujours en fin de comptes, créditrice, grâce aux sommes élevées, provenant notamment des frets, des ventes de navires et des revenus de capitaux considérables placés à l'étranger, — et tout cela malgré l'infériorité sensible de ses exportations comparées à ses importations. La France se trouvait dans une

situation analogue; si, à la différence de l'Angleterre, elle se trouvait débitrice du chef des transports maritimes, ce déficit, comme celui de la balance commerciale, était bien plus que compensé par divers facteurs, dont les principaux étaient les placements à l'étranger et le séjour de nombreux étrangers. Ce dernier élément exerce une influence particulièrement importante sur la situation économique internationale de l'Italie et de la Suisse. La Grèce, qui a traversé au début de notre siècle une grave crise du change, s'est relevée rapidement, surtout grâce à des sommes élevées que ses nationaux expatriés envoyaient à la mère Patrie. C'est ainsi que les envois d'argent, effectués par les immigrants à destination de leur pays d'origine, constituent parfois un élément important du passif de la balance des comptes des pays dans lesquels ces immigrants se trouvent établis. L'exemple des Etats-Unis est significatif dans cet ordre d'idée.

Les explications qui précèdent permettent de se rendre compte de la diversité et de la portée des causes qui suscitent la création des instruments du change.

Ces instruments une fois créés quelle est leur destination? Pour répondre à cette question, nous sommes amenés à aborder le fonds même de la théorie du change.

La concurrence internationale est le champ libre où toutes les activités nationales peuvent se rencontrer et lutter avec celles des autres pays. Dans

les pays qui participent à cette bataille acharnée et pacifique, il y a à la fois des importateurs et des exportateurs, soit de capitaux, soit de marchandises de toute nature. Un négociant français, qui vient d'exporter un produit quelconque à destination de l'Angleterre, se rend *ipso facto* créancier de son acheteur et tire une lettre de change sur son client. Ce titre a l'avantage de se transformer aisément en argent liquide, par la voie de l'escompte. Si ce tirage est acheté en France par une personne devant de l'argent à Londres, elle peut le remettre à son créancier, au lieu d'en expédier le montant en monnaie d'or : celui-ci n'a qu'à présenter la lettre de change au tiré et ainsi à se faire payer.

C'est par la généralisation d'opérations de cette nature, que les obligations des pays se trouvent réglées avec le minimum possible d'intervention du facteur monétaire. Clare nous dit : « De même que les créances et les dettes du commerce intérieur viennent se compenser les unes les autres au Clearing House, de même les paiements entre nations se règlent par un échange de traites dans les différentes bourses qui sont les chambres de compensation du monde » ¹. C'est l'effet final du mécanisme du change qui se présente sous la forme d'un système raffiné de troc, effectué au moyen des instruments du change.

La transaction du change que nous venons d'es-

¹ Georges Clare : *Le marché monétaire anglais et la clé des changes*, p. 129 .

quissier à titre d'exemple, est loin de se présenter dans la réalité d'une manière aussi simple. Dans ce domaine comme ailleurs, il existe des intermédiaires. Grâce à leur office la fonction du change s'accomplit sans aucune participation habituelle de ceux entre lesquels les rapports commerciaux se forment.

Bastable écrit que « le résultat général du commerce international est la création d'une nouvelle marchandise ». C'est à la lettre de change, que, dans ce passage, l'auteur anglais fait spécialement allusion. En effet, cette matière est celle où la spéculation est la plus intense et où l'influence de l'intérêt personnel se manifeste avec le plus de force. Ce sont des établissements de crédit qui se sont appropriés le négoce de ce genre de marchandises. En dernière analyse, ce sont eux qui se rendent soit créanciers, soit débiteurs de l'extérieur, en concentrant tous les engagements et toutes les créances d'un pays. « Leurs portefeuilles sont comme des réservoirs où viennent se rassembler les lettres de change tirées sur les pays étrangers et dans lesquelles puisent ceux qui ont besoin de s'en procurer pour acquitter leurs dettes ». L'auteur de ces lignes ajoute que grâce à ces banquiers le « mécanisme des paiements internationaux se simplifie et se perfectionne » ¹.

Les valeurs mobilières ont acquis leur importance actuelle avec une rapidité vertigineuse. On

¹ Paul Reboud, *op. cit.*, p. 15.

péut dire que les colonnes de la civilisation contemporaine ont été montées sur cette base de bouts de papier. M. Neymark, dans un rapport présenté à l'Institut international de statistique de Vienne en septembre 1913, disait: « La valeur mobilière est devenue la reine du monde et son royaume s'affirme chaque année de plus en plus bien que son trône subisse de violentes secousses »¹. Dans le domaine du règlement des engagements internationaux, ces différents titres ont fini par devenir un des premiers éléments de la balance des comptes. Leur trafic s'est prodigieusement accru à notre époque et c'est par eux que des capitaux se chiffrant à des sommes considérables parcourent aisément le monde d'un bout à l'autre. Ces déplacements se répercutent immédiatement sur l'ensemble des dettes et des créances d'un pays et suivant la direction des capitaux, la position débitrice ou créditrice des nations se modifie.

Les valeurs mobilières qui figurent sur la cote des bourses principales à l'étranger et que l'on nomme les valeurs internationales remplacent éventuellement les lettres de change et, en conséquence, deviennent elles-mêmes des instruments de change¹. C'est un phénomène souvent remarqué, que dans un pays qui doit faire face immédiate-

¹ *Journal de la Soc. de Stat. de Paris*, 1915, p. 322, 353, 411 et 1916, p. 5, 273.

¹ Sur l'importance de ces valeurs dans les transactions internationales, v. Conant: *Banque et Monnaie*, t. II, liv. 4, ch. III, p. 379.

ment aux paiements de dettes importantes, la pénurie des effets étrangers provoque une demande abondante de ces titres cosmopolites, réalisables partout et par suite la hausse brusque de leur cours.

C'est une règle, connue en matière de change, que la balance des comptes à un moment donné dépend des dettes exigibles et des créances échues; les cours du change sont en principe, les indices de l'état actuel de la balance des comptes. C'est une loi dont la manifestation se présente dans toute sa rigueur à l'occasion des émissions des valeurs étrangères. Les pays qui prêtent aux gouvernements étrangers ou qui commanditent des entreprises extérieures, sont censés être débiteurs jusqu'au jour de la libération complète du montant des titres souscrits. C'est seulement postérieurement, lorsque les rentes, les actions ou les obligations, sont libérées, que les possesseurs de ces titres deviennent créanciers des intérêts ou des dividendes à toucher et même du capital au jour de l'échéance.

Le cours du change. — C'est la fixation du pouvoir acquisitif international des monnaies étrangères en monnaie nationale ou vice versa.

Un négociant français qui importe de la laine d'Angleterre doit la payer en livre sterling. Le cours du change lui offre la facilité de calculer le prix d'achat en francs et par conséquent de se rendre compte du prix de vente de cette laine en

France. Or, ce cours est un moyen aisé pour les communautés commerciales et financières d'évaluer des capitaux et les produits en unité monétaire des différents pays. Ces procédés de calcul s'imposent journellement en présence des rapports multiples qui se forment entre les peuples. Pour M. Georges-Raphaël Levy, le change consiste dans l'opération suivante: transformation de la monnaie d'un pays en celle d'un autre.

De même que toutes les marchandises dans l'intérieur d'un pays se comparent à son étalon monétaire de même des monnaies étrangères ne sont, dans le domaine international, que des marchandises, dont les prix sont établis par rapport à l'or. Ces prix varient sous l'influence des causes diverses, que nous allons déterminer. Pour expliquer les sens des oscillations des cours du change, il faut connaître préalablement ce que l'on appelle le pair.

D'après le calcul des cambistes, en comparant les poids d'or fin légalement contenu dans l'étalon monétaire de chaque pays, on arrive à la notion du pair. Quant on affirme que le pair entre le franc et le dollar est 5 fr. 18, cela veut dire que pour obtenir un dollar, il faut donner en échange 5 fr. 18 puisque ces deux sommes contiennent la même quantité de métal jaune.

Le pair de la monnaie joue un grand rôle dans le mécanisme du change. C'est autour de lui que gravitent toutes les variations des cours. Les écarts entre les cours cotés et les pairs sont suivis

avec une attention vigilante, quelquefois angoissée, par tous ceux qui doivent en subir les conséquences heureuses ou malheureuses.

Sur les grands marchés financiers, on dresse journellement une cote officielle des cours du change, qui est à la base de toutes les transactions internationales d'un pays déterminé. A Paris, toutes les unités extérieures sont évaluées en francs. On dit d'après le vocabulaire complexe du change, que la place de Paris en ce cas donne l'incertain et reçoit le certain. Au contraire, si une place évalue la monnaie nationale en monnaie étrangère, elle donne le certain et reçoit l'incertain. Cet exemple, du moins en ce qui concerne certaines des principales places du monde, nous est donné par Londres.

La question qui domine la matière du change est relative à l'explication des variations de ces cours. Pourquoi les cours du change varient-ils sans cesse? Clare nous donne une réponse claire : « Lorsque les dettes et les créances réciproques de deux nations s'équilibrent les unes sont compensées par les autres et le change est au pair. Mais cet équilibre absolu ne se produit que très rarement; presque toujours les comptes liquidés à la bourse du change laissent un solde débiteur à la charge de l'un ou de l'autre des deux pays. Ce solde qui se modifie tous les jours, détermine par ses variations les oscillations constantes du prix du change » ¹. On voit donc que les perturbations

¹ *Op. cit.*, p. 133.

de la balance des comptes se répercutent sur la valeur des instruments du change, dont les prix sont réglés conséquemment par la loi de l'offre et de la demande.

Au moment où, dans un pays, les effets payables sur une place déterminée sont relativement abondants, leur prix tombe au-dessous du pair. En supposant qu'en France un dollar d'après le cours du change vaille 5 fr. 13, cette expression au-dessous du pair doit signifier, qu'avec une moindre quantité de monnaie française, on obtient effectivement la quantité de monnaie américaine correspondant au pair, ce qui revient à dire que le pouvoir acquisitif du franc a augmenté.

La baisse des cours du change est déclanchée par les banquiers dont les portefeuilles sont bourrés de devises et qui préfèrent les réaliser en acceptant une diminution de prix, plutôt que d'attendre la date de leur échéance. Leur intérêt leur indique jusqu'à quel point ils peuvent descendre; une fois ce point atteint, ils conservent les effets et les envoient à l'étranger pour se faire rembourser en or. C'est pour cette raison que la limite de la baisse des changes étrangers à laquelle les banquiers s'arrêtent, est nommée le point d'or d'entrée¹. L'abaissement du change jusqu'à cette limite présage une arrivée de métal jaune dans le pays où ce phénomène se manifeste et, c'est en

¹ Sur les golds points, v. Arnauné: *La Monnaie, le Crédit et le Change*, p. 133-134.

raison de ce courant que l'on dit que ce pays a un change favorable.

Si au contraire les instruments du change sont dans un pays donné en quantité insuffisante, à raison de l'état de la demande, des phénomènes diamétralement opposés à ceux mentionnés plus haut, se produisent alors. Le cours du change monte, dépasse le pair, atteint le point d'or de sortie et le change devient défavorable; pour obtenir un effet sur l'extérieur il faut payer une prime. Mais, avant que toutes ces étapes soient franchies, il faut compter avec l'entrée en jeu des réactions habituelles.

D'une part, les banquiers ont un intérêt mutuel à empêcher le moindre exode du métal jaune, puisque leurs dépôts s'en trouveront diminués. Sur toutes les grandes places monétaires il s'est constitué graduellement un état de solidarité financière en vue de la conservation de la quantité d'or nécessaire aux besoins des échanges et du crédit. Les maisons qui s'occupent de l'escompte international, ont des correspondants à l'étranger, sur lesquels elles tirent des lettres de change ou des chèques. Ces titres sont cédés à ceux qui en ont besoin, contre une prime à titre de commission. D'habitude, ces mêmes établissements sont versés dans les opérations de l'arbitrage, qui leur permet d'acheter des papiers sur un marché pour les revendre sur un autre où ils sont cotés à un prix supérieur. Or, le change défavorable a pour effet naturel de provoquer une série d'opérations de

crédit, afin d'amener un rajustement de l'offre et de la demande et rétablir ainsi l'équilibre dans la balance des comptes.

D'autre part, si ces facteurs sont impuissants à enrayer la hausse, on recourt à un expédient demi-officiel, qui consiste dans l'élévation du taux de l'escompte. Cette mesure entraîne la raréfaction de la demande des capitaux nationaux et l'afflux des capitaux étrangers, attirés par une rémunération plus élevée.

Si tous ces palliatifs restent sans effet, le cours qui marque le point d'or de sortie, amènera l'exportation du métal jaune. La raison en est que le débiteur dont l'échéance se rapproche, a intérêt à échanger les billets de banque contre de l'or afin de pouvoir payer ses créanciers étrangers. S'il préfère habituellement des effets commerciaux c'est uniquement à cause de l'économie qu'il réalise en les utilisant comme moyens de paiement. Mais si la prime d'une lettre de change dépasse les frais de transport du numéraire, il est naturel que l'opération usuelle devienne plus coûteuse. Or, le point d'or de sortie n'est que le cours au-dessus duquel il est plus avantageux de régler ses dettes extérieures avec de l'or.

Il va sans dire que l'étendue des variations du cours du change est limitée par ces deux points d'or opposés. Il arrive cependant que ces deux limites soient franchies sensiblement sans provoquer un mouvement de numéraire. Les effets du gold point de sortie notamment sont dans la plu-

part des cas paralysés, par l'intervention des autorités officielles. Ces dernières se proposent quelquefois de mettre une barrière à cette sortie indésirable du métal jaune. La Banque de France demande une prime à ceux qui viennent lui demander de l'or dans les périodes de crises, elle va même parfois jusqu'à donner au lieu d'or, du métal blanc. La Banque Impériale d'Allemagne, dans de semblables circonstances, met les banquiers en demeure de recourir à tous les expédients possibles avant de se décider à l'exportation de l'or¹.

L'ensemble des explications données jusqu'à maintenant suppose l'existence d'une circulation monétaire à étalon de l'or. Les pays à circulation avariée n'ont pas de pair et en conséquence les oscillations de leurs changes sont plus accentuées et dépendent de causes multiples². Du reste, les changes avariés doivent faire l'objet d'une théorie distincte. Nous rappelons seulement quelques principes généraux.

A l'égard des changes avariés, l'influence de la

¹ V. *Journal of the Institut of Bankers*, janv., févr., mars, 1913: The foreign Exchange, lectures by Hartley Withers. Le conférencier constate qu'en novembre 1912, bien que le point d'or d'entrée (20 marks 48 pfennigs) fut atteint, le change sur Berlin se maintient pour quelques semaines à 20 marks 52 pfennigs sans que l'or fut expédié à Londres. Le même phénomène s'est présenté en 1907.

² Nous rappelons la thèse remarquable de René Théry: *Rapports des changes avariés et des règlements extérieurs*, Paris, 1912.

balance des comptes se combine avec celle de la dépréciation monétaire. Si c'est l'argent qui est à la base des échanges et si sa frappe est libre, comme elle l'était aux Indes avant 1904 et au Mexique avant 1905, le cours du change se modèle sur le prix du métal blanc sur les marchés des métaux précieux. Mais si la frappe n'existe pas, l'affaïssement du change a pour limite extrême la dépréciation du métal blanc sans atteindre toutefois cette limite. Quant aux pays dont les billets à cours forcé constituent l'étalon, le taux de leur change est fixé, en principe, d'après la prime de l'or par rapport aux billets nationaux ¹.

II. — LES MARCHÉS MONDIAUX ET LES RÉPERCUSSIONS MONÉTAIRES DE LA GUERRE

Il serait bien difficile de nier que des Allemands espéraient une perturbation financière des marchés mondiaux à la suite de l'agression, machinée par eux. En effet, les premières conséquences défavorables de la guerre se répercutant dans le domaine monétaire, auraient pu devenir fatales, si elles n'avaient pas été envisagées avec clairvoyance et sang-froid par les Gouvernements alliés. A l'ouverture des hostilités « c'était comme si

¹ Pour toutes les questions purement techniques, relatives au mécanisme du change, se rapporter à l'ouvrage récent de Henri le Poittevin : *Théorie des Changes, Arbitrages et Parités*.

l'on avait donné un violent coup de pied dans une fourmilière. Pendant un court espace de temps il y eût une consternation déconcertante sur tous les marchés ». L'organisation du crédit international était trop susceptible et trop fragile pour pouvoir supporter un choc pareil sans aucune réaction fâcheuse ¹.

Marché de Londres. — Ce marché qui était une source commanditaire des plus importantes des entreprises mondiales et la première place des règlements internationaux, fût sérieusement affectée au moment où la perspective d'une collision européenne devint une certitude. Sa structure, — résultat d'une longue pratique, — caractérisée par une division extrême du travail, avait pour base une distribution de crédits où la confiance jouait un rôle considérable. Il en résultait des rapports très étroits de dépendance mutuelle entre tous les établissements financiers adaptés aux nécessités du marché.

Ce système, malgré ses nombreux avantages, se caractérise par une extrême impressionnabilité dont on a eu la preuve au cours de diverses crises. Au lieu d'être soutenu par une législation ample et souple que lui réserve un appui efficace dans les périodes spasmodiques, il se trouvait en présence du fameux Bank ou Peel Act de 1844. En temps de crise, l'application de cette loi suggérait les pires

¹ Sur les répercussions de la guerre, voir un article intéressant dans l'*Economiste français* du 21 nov. 1914.

craintes et sa suspension attendue avec une impatience anxieuse calmait les appréhensions et étouffait toujours l'orage. Sa révocation temporaire arrêta le resserrement du crédit, provoqué par la pénurie des instruments monétaires et facilitait même sa diffusion. La vigilance du Gouvernement britannique et des autorités de la Banque d'Angleterre n'a jamais manqué de recourir à cette mesure, lorsque la menace d'un fléau apparaissait à l'horizon de la cité.

En dernière analyse, bien que la Banque d'Angleterre fût mal organisée pour supporter un coup imprévu, elle fût toujours le grand rouage du marché monétaire et son régulateur. Elle a surtout ce rôle depuis que le système bancaire de la Grande-Bretagne a évolué vers ce que Bagehot appelait « le système de la réserve unique » ; elle est devenue ainsi la principale réserve du pays. Cette institution centrale est considérée « comme l'ancre de salut à laquelle les sociétés par actions et les banques particulières s'attachent au moment critique ». Son encaisse métallique ou plus exactement la réserve de son département commercial faisait marcher tous les ressorts de la vie financière et commerciale de l'Empire immense.

Dans la semaine où l'infâme déclaration de guerre adressée à la Serbie, causait partout un légitime effarement, l'Angleterre se trouvait créancière du monde. Les cargaisons d'or étaient prêtes à quitter les Etats-Unis, le Brésil, l'Argentine et l'Afrique du Sud à destination des ports anglais.

Malheureusement toutes ces expéditions furent instantanément clouées sur place, par l'élévation brusque des primes d'assurances maritimes, si écrasantes que tout déplacement du lingot par voie de mer fut rendu impossible. Cette situation imprévue occasionna, l'ouverture de dépôts d'or à Ottava et à Johannesburg sous l'autorité des gouvernements coloniaux ¹.

En même temps, la faible encaisse de la Banque venait de subir l'assaut des marchés extérieurs. Les dispositions libérales de l'organisation monétaire de la cité, mettaient sa seule encaisse métallique à la disposition du monde entier en cas de besoins urgents. Le cauchemar du Continent a fait naître une soif innasouvie de métal jaune, dont la satisfaction était possible seulement à Londres.

En quinze jours, l'encaisse s'est vue diminuée presque d'un tiers. Mais à partir du 7 août, le courant change de direction et un afflux vers la Banque commence de se faire sentir. A la fin du mois d'août le bilan de la Banque d'Angleterre indiquait une encaisse supérieure à celle du 22 juillet.

Pendant que chez les autres belligérants, de même que chez quelques neutres, le souci justifié de protéger leur réserve d'or, a amené le cours forcé, comme une des premières conséquences de la guerre, l'Angleterre s'est trouvée jusqu'à un

¹ V. The City et London and Bank of England. J.-M. Keynes, *The Quart. Journ. of Econ.*, 1914.

certain point à l'abri de cette mesure. En vertu de sa situation créditrice constante, elle avait le pouvoir de se conserver une balance des comptes favorable, en refusant simplement de nouveaux crédits et en s'abstenant de renouveler des crédits déjà accordés. C'est dans cette possibilité que réside le secret d'un phénomène frappant et inexplicable au premier abord : la faiblesse de l'encaisse de la Banque d'Angleterre, encaisse que l'on peut considérer comme presque insignifiante par rapport au volume colossal des transactions opérées à Londres et, par son intermédiaire, dans le monde entier.

Il y a toutefois une question qui n'avait pas été envisagée avec une attention suffisante : qu'advviendrait-il de la Cité si la majeure partie des débiteurs ne pouvait répondre à ses engagements envers la place de Londres ? C'est précisément de ce chef que de graves difficultés étaient imminentes. Si l'on avait abandonné les événements à eux mêmes, il se serait probablement produit un des plus grands désastres financiers que l'histoire des crises ait enregistrés.

Les capitaux flottants du pays se chiffrant à 25 milliards de francs sont détenus par les banques de dépôt et leur placement est effectué par l'intermédiaire des différentes institutions de crédit, parmi lesquelles les plus importantes sont les maisons d'acceptation¹. Ces maisons ont pour rôle

¹ Sur le fonctionnement de ces maisons, v. Hartley Withers : *Qu'est-ce que la monnaie*, chap. IX, p. 147.

essentiel de garantir des effets commerciaux, tirés de tous les coins de l'Angleterre et du monde. Elles exigent une commission plus ou moins élevée comme contre partie de leur garantie selon la surface du débiteur qui la leur demande, étant donné que leur aval consiste dans la promesse que la lettre de change ainsi acceptée sera dûment payée au jour de l'échéance. Les banques d'escompte, en présence de signatures universellement connues, escomptent les effets acceptés, sans tenir compte des autres noms qui y figurent.

La guerre a fait disparaître les conditions normales qui permettaient le fonctionnement de ce mécanisme ingénieux, grâce auquel se règle la moitié du commerce international, d'après une évaluation de M. Lloyd George. Elle a eu pour résultat immédiat d'établir des barrières infranchissables entre les peuples et toutes les relations financières et commerciales ont été ainsi faussées. Les remises des débiteurs nationaux et surtout celles des débiteurs étrangers n'arrivant pas, les possibilités des maisons d'acceptation se trouvèrent trop faibles pour faire face à leurs engagements qui atteignaient le chiffre de 9 milliards de francs. Les capitaux flottants et plus particulièrement ceux qui étaient confiés aux Discount Houses, au lieu de devenir immédiatement liquides et disponibles, suivant les conventions et l'espoir légitime des prêteurs, furent d'un coup immobilisés. Le volume énorme des engagements à vue épuisa vite le reliquat insignifiant des disponibilités ; la monnaie

manquait partout et devenait l'objet de recherches fiévreuses. On était à la veille de la liquidation forcée, qui aurait amené des faillites nombreuses. L'intervention du Gouvernement s'imposât et, pour sauver l'honneur du marché de Londres devant le monde, il fallut, suivant le mot expressif de M. Lloyd George, hypothéquer le crédit de la nation.

Le problème se présentait pour le Gouvernement sous deux faces : d'une part, contribuer efficacement au relèvement du crédit, et d'autre part, supporter la responsabilité de toutes les mauvaises créances au cas d'insolvabilité éventuelle des maisons d'acceptation. Par le premier moratorium du 3 août concernant uniquement les lettres de change, les maisons d'acceptation furent relevées de leurs obligations de répondre immédiatement à leurs engagements. Ce privilège n'améliorait pas la situation critique des banques de dépôt et des établissements d'escompte, qui, désireux de faire rentrer leurs fonds et n'étant pas disposés à mener une politique courageuse et hardie, pressaient le Gouvernement de les tirer de leur situation pénible. Le Gouvernement répondit à cet appel en concluant avec la Banque d'Angleterre un arrangement aux termes duquel cet établissement réescompterait les effets commerciaux à un taux de 5 %. Il donna son aval pour tout le papier ainsi réescompté. En même temps en procédant à une émission de Currecy notes, qui constitue une nouveauté dans le système monétaire anglais, le Gou-

vernement accordait des avances à toutes les institutions de crédit qui en avaient besoin au même taux de 5 %. Grâce à toutes ces facilités, le sort du marché de Londres s'est rapidement amélioré ¹.

La Bourse fut, elle aussi, gravement atteinte par cette défaillance quasi universelle des obligations extérieures. De nombreuses firmes faisaient des achats et des transactions variés pour compte de leurs débiteurs étrangers. L'impossibilité d'effectuer les recouvrements sur lesquelles elles comptaient pour faire face à leurs propres engagements, les mettaient dans un véritable impasse. D'autre part, sous la pression des banques de dépôt, un volume considérable de valeurs mobilières envahissait le Stock Exchange. Ces mêmes institutions faisaient entrevoir la réalisation des gages qu'elles détenaient en vertu de leurs avances consenties en vue des reports. En même temps, la Bourse de Londres avait dû servir d'exutoire à de nombreuses ventes de valeurs du continent; si ces opérations s'étaient prolongées, il en serait résulté une pléthore de valeurs, qui aurait atteint des proportions véritablement écrasantes. L'ensemble de ces circonstances n'aurait pas manqué d'accélérer d'une manière vertigineuse l'avilissement des cours et d'entraîner par là une panique sans précédent. Le remède se trouvait dans une mesure

¹ Sur la suspension du Bank Act, v. Charles Rist: *La Banque d'Angleterre et l'Act de Peel en août 1914*, *Rev. d'Econm. Pol.*, 1918, p. 164.

extrême, mais nécessaire : la suspension des nouvelles affaires et l'ajournement indéfini de la liquidation des anciennes. Le but fut atteint par la fermeture de la Bourse selon la décision prise le 31 juillet par le Comité de Stock Exchange.

Il va sans dire que tous ces événements ont causé une perturbation profonde dans les cours du change sur le marché de Londres. Une baisse uniforme s'est produite dans la valeur de toutes les devises étrangères. La publication de la cote des changes ne signalait en réalité que des cours nominaux. Il est curieux de remarquer que, pendant que le change français était officiellement enregistré au pair et, sur le marché libre, se traitait au-dessous du pair, en France, le change anglais subissait une perte sensible. Cette disparité des cours, presque impossible en temps normal, fut rendue possible par l'inaction de l'arbitrage. L'intervention énergique du Gouvernement anglais a également mis de l'ordre dans ce domaine ¹.

Marché de New-York. — En même temps que la Cité était en train de subir une véritable catastrophe financière, malgré sa position créditrice, le marché de New-York, débiteur constant de l'Europe, était aux prises avec une tension monétaire extrêmement grave. Les deux pôles financiers

¹ V. « Les contre-coups économiques de la déclaration de guerre et les mesures prises en France, aux Etats-Unis et en Angleterre », *Le Pour et le Contre*, 3 et 10 janvier 1915.

avaient été à la veille des hostilités, submergés littéralement par les valeurs mobilières. Tandis que, pour l'Angleterre, cette circonstance était secondaire, pour les Etats-Unis au contraire, elle fût la source principale des embarras ressentis dans la suite ².

La Bourse de Street Wall avait servi de débouché aux capitalistes européens, qui, dans les jours d'extrême panique, ne pouvant procéder à des réalisations sur leurs propres marchés, avaient expédié par brassées des titres à destination des Etats-Unis. Dans la semaine qui a précédé la guerre, des ventes énormes de valeurs américaines ont été effectuées pour compte de porteurs étrangers. Cette position débitrice provenant des opérations en Bourse, était encore aggravée par suite de l'existence d'une masse considérable de lettres de change, tirées sur Londres par voie d'anticipation, et dont la contre-partie aurait dû être payée par des exportations de blé et de coton. Tous les créanciers étrangers pressaient la liquidation sans tenir compte des sacrifices imposés. Comme il était impossible de recourir à de nouveaux emprunts ou à des renouvellements de crédit, toutes les transactions de Bourse, toutes les échéances des effets commerciaux, impliquaient nécessairement des paiements effectifs en or. Au cours de la semaine

² V. « The war and the financial situation in the United States », O.-M.-W. Sragues, *The Quart. Journ. of Econ.*, 1914; « Les effets de la guerre aux Etats-Unis », G.-R. Lévy, *Revue des Deux-Mondes*, 1^{er} octobre 1914.

qui se terminait le 31 juillet, plus de 230 millions de francs étaient retirés des banques pour être exportés, et des sommes plus élevées auraient été retirées si les assureurs avaient voulu prendre en charge les risques des expéditions. Dans cette même semaine, l'encaisse de la Chambre de compensations de New-York et celle des Trust Companies fut réduite de 300 millions de francs.

Pour paralyser ce drainage d'or et arrêter la montée progressive des dettes immédiatement exigibles, la fermeture de la Bourse de New-York et de celle des autres villes fut décidée. Quand cette mesure eût lieu, on calcula que les ordres de ventes laissés en suspens sur le Stock Exchange portaient sur un milliard et demi de francs.

Dans le but de suppléer à cette pénurie des instruments monétaires, qui est une des caractéristiques essentielles des crises américaines, le Gouvernement a mis des billets en circulation, utilisant une fois de plus la faculté que lui accordait la loi Vreeland Aldrich de 1908. On sait que les émissions auxquelles il est procédé en vertu de cette loi, pouvaient être gagées autrement que celles des Banques nationales. Tandis que ces dernières devaient être garanties par des rentes fédérales, les émissions occasionnelles prévues par la loi de 1908 (Emergency Currency), pouvaient être gagées par d'autres titres et notamment par des effets de commerce.

L'ensemble de ces circonstances a provoqué une forte demande de papier extérieur et surtout d'ef-

fets tirés sur Londres. Il en est résulté une hausse sensible du change et, dans la première semaine de la guerre, la livre sterling réalisait une prime de 44 %, le franc une prime de 5,7 % et le mark une prime de 1,8 %. En dehors des engagements déjà exigibles, de nombreuses échéances de bons de la ville de New-York s'échelonnaient entre septembre 1914 et janvier 1915. On compte que les Etats-Unis au 1^{er} janvier 1915 étaient redevables envers le marché de Londres d'une somme de 1 milliard 900 millions de francs. La nécessité s'imposât de ramener le cours du dollar à son niveau normal et de le stabiliser.

L'expédient auquel on s'arrêta fut de constituer un « gold pool » de cent millions de dollars au moyen de souscriptions des principaux établissements de crédit. Cette mesure fut prise le 21 septembre et amena le cours de la livre sterling à 4,96 dollars (pair 4,86). Avec le rétablissement des rapports commerciaux, le change américain s'est graduellement rétabli et il est entré dans une nouvelle phase de son histoire.

Marché de Berlin. — Pendant la guerre un économiste écrivait : « Le monde économique est une maison illuminée par l'électricité où tout s'éteint à la fois par la rupture d'un fil » ¹. Il faut rendre

¹ « A qui profitera la guerre ? », Georges d'Avenal, *Rev. des Deux-Mondes*, 15 janvier 1915.

cette justice à l'Allemagne qu'elle n'a rien laissé au hasard, avant comme après la rupture qu'elle avait criminellement provoquée. Pendant que les autres peuples se débattaient dans de véritables convulsions monétaires, sa mobilisation financière s'accomplissait dans un ordre et avec une facilité remarquables. On ne saurait en effet instituer en un jour, un système de circulation monétaire et de crédit, dans lequel les détails les plus mesquins étaient prévus et réglés ¹.

Les dirigeants de l'Empire, maîtres des destinées allemandes, se sont rendu compte de bonne heure que la puissance financière était un facteur essentiel du succès de la politique d'asservissement des peuples qu'ils poursuivaient avec acharnement. En 1908, une enquête officielle avait été instituée afin de rechercher et de discuter tous les expédients possibles, de nature à fortifier le système monétaire teuton. Six questions avaient été posées au monde financier et commercial; ces questions se réduisaient en fait à une seule: comment la position de la Reichsbank deviendrait-elle plus solide et plus puissante? Le résultat de cette enquête consista notamment dans certaines dispositions d'ordre monétaire, prises en 1909 et en 1913, dispositions dont le but final était de raffermir le pouvoir et l'influence de la Banque Centrale, par

¹ V. « Germany financial mobilisation », L. Bendix, *Quart. Jour. of Econ.*, mars 1915.

l'augmentation de son encaisse et par l'extension de sa circulation fiduciaire ¹.

Le régime monétaire auquel l'Allemagne se trouvait soumise dès l'ouverture des hostilités, a admirablement accompli son rôle, bien que ses bases scientifiques fussent sujettes à discussions. Il a procuré d'une part à l'Etat des ressources abondantes et d'autre part il a facilité la diffusion du crédit à l'intérieur du pays. C'est surtout à lui qu'il faut attribuer le succès des emprunts allemands et le maintien des prix à un niveau qui peut être considéré comme satisfaisant, étant donnée la disette générale ². Ce système avait un défaut auquel n'ont pas échappé presque toutes les circulations fiduciaires en temps de guerre; il devait aboutir à la longue à une création excessive de papiers mal gagés. Mais, il faut tenir compte que ce régime était adapté à la mentalité allemande et qu'il fut établi en prévision d'une inflation forcée des instruments monétaires.

On aurait pu supposer que cette solidité de façade du crédit allemand, qui n'exigeait pas de mo-

¹ A. Liesse: « L'organisation du crédit en Allemagne et en France »; « La situation économique et financière de l'Allemagne après deux mois de guerre », G.-R. Lévy, *Revue des Deux-Mondes*, 15 oct. 1914; — « Finances allemandes », A. Raffalovich, *Econ. Fr.*, 16 janv. et 24 avril 1915; — « Les atteintes au système monétaire de l'Allemagne en 1913 », H. Schwartzwald, *Journal des Econ.*, juillet 1914.

² V. « De l'influence de la guerre sur les prix », Ch. Gide, *Rev. d'Econm. pol.*, p. 197, 1915.

ratoria, aurait des répercussions favorables dans le domaine du change. Il n'en fut rien. Les taux du change du mark accusaient presque partout une perte. La prime que la devise allemande enregistrait sur le marché de New-York, provenait du chiffre important des valeurs américaines expédiées par les capitalistes allemands aux Etats-Unis pour s'y créer des disponibilités ; cette prime n'eût qu'une durée éphémère. Au mois de novembre, le change allemand perdait sur le même marché 10 %. Il est curieux de remarquer, qu'à Francfort, le change belge fût moins déprécié que le change allemand. Cet affaissement se trouvait sous l'action d'un élément psychologique ; il exprimait d'une manière éloquente la foi inébranlable de tous dans le succès final des alliés. L'un des premiers désastres que les Allemands aient eu à subir, leur a donc été infligé par suite de l'intervention de ces facteurs subjectifs avec lesquels ils avaient toujours le moins compté.

En présence de cette situation déplorable de son change, le Gouvernement allemand a officiellement invité tous les journaux à suspendre la publication des cours du change. Cette invitation a été plus tard sanctionnée par une interdiction légale (le 25 février 1915), s'appliquant non seulement au change, mais aussi aux cours de la Bourse. La Reichsbank, qui depuis longtemps a habitué le marché allemand à une discipline financière sévère, s'est chargée de fixer les cours du change et il a été défendu aux banquiers et aux

particuliers d'acheter ou de vendre à un taux autre que celui fixé officiellement.

« Ce taux officiel était faux et fixé à l'avantage de l'Allemagne, écrivait l'ambassadeur des Etats-Unis. J'eus l'occasion de le prouver à un moment où le cours officiel, allemand du dollar était de 5 marks 52. Je le prouvai en envoyant mes chèques en Hollande. Ayant converti mes chèques en argent hollandais, j'ai changé cet argent contre de la monnaie allemande et j'obtins par ce procédé 5 m. 74 par dollar »¹.

¹ *Mémoire de l'ambassadeur Gérard*, p. 219 (édition Payot et C^o, Paris, 1918).

PREMIERE PERIODE

AOÛT 1914-MAI 1915

Anarchie du marché des changes; — Rétablissement du marché des changes; — Le change français favorable; — Balance commerciale; — L'inflation des billets de banque.

Anarchie du marché des changes. — Tous les milieux financiers et commerciaux ont conservé l'image vivante du marché de Paris à la veille et au début de la guerre dans laquelle la France allait être brusquement et brutalement jetée. Une série de mesures d'exception, justifiées par la gravité des circonstances, se succédèrent afin d'empêcher que la crise ne provoquât d'irréparables ravages. Les différents moratoria, la fermeture de la bourse, l'inconvertibilité des billets de banque, ont changé instantanément la physionomie et l'allure des affaires. C'est dans ces moments périlleux que les bienfaits immenses d'une institution centrale se manifestent nettement. Bien que la Banque de France ait eu ses jours noirs en présence de la progression vertigineuse de certains de ses compartiments, elle s'est montrée à la hauteur de sa tâche. Elle a accompli brillamment, avec la collabo-

ration du Gouvernement son rôle ardu d'organe régulateur au milieu du struggle for life financier, déclanché par l'incertitude et l'apeurement.

Dans le domaine des règlements internationaux, les approches de la guerre et la guerre elle-même ont eu cet effet universel, d'indiquer d'une manière plus expressive, mais aussi plus alarmante, sous la forme des mouvements des cours du change, les positions respectives des nations. Sur les marchés débiteurs se dessina tout d'un coup la hausse des changes étrangers dans des proportions aussi frappantes que la baisse sur les places créditrices. Les marchés de New-York et de Paris ont fourni les exemples les plus caractéristiques de ces deux situations inverses.

La cote des changes en France, au mois de juillet, fut en baisse, ce qui indiquait la position normalement créditrice de ce pays. Les cours, presque jusqu'au dernier jour de ce mois, ne marquèrent pas de tendance unanime, mais tous demeurèrent au-dessous du pair. Il y avait différentes oscillations habituelles se modelant d'après l'offre et la demande. Les devises de l'Espagne et du Portugal présentaient des bonds brusques ; le rouble une baisse graduelle ; le change suisse se traitait au voisinage du pair, et même le 23 juillet il se négociait légèrement au-dessus du pair. Les autres cours, avec une accélération plus ou moins rapide, subissaient un affaissement progressif qui, le 30 juillet devint général et dépassa les limites ordinaires. Dès ce jour, la cote officielle fut supprimée

et le *Journal officiel* ne publiait que des cadres vides, avec la seule indication des taux d'escompte à l'étranger, dont l'élévation brusque présageait l'orage. Les derniers cours publiés officiellement sont ceux du 29 juillet, comparés avec ceux du premier du même mois, ils nous donnent le tableau suivant :

Places (1)	1 ^{er} Juillet	29 Juillet	Pairs	Unités
Londres.....	23 15 1/2	23.15	25.22	1 liv. sterl.
Allemagne....	122 5/8	122 1/2	123 4	100 marks
Belgique.....	99 3/16	99 1/2	100	100 francs
Espagne.....	486 1/2	480	500	500 pesetas
Hollande.....	207 1/2	207 1/4	208 3	100 florins
New-York.....	515	512	518	100 dollars
Portugal.....	485	490	559 57	100 milreis
Suisse.....	99 9/11	99 7/8	100	100 francs
Vienne.....	104 9/16	103	105	100 couronnes
Italie.....	99 11/16	98 1 2	100	100 livres
Russie.....	262 3/4	259	266 6	100 roubles

La baisse du change telle qu'elle résulte de ce tableau, apparaît comme insuffisante si l'on considère l'importance de la situation créditrice de la France et l'ensemble des événements. En réalité, ces cours étaient purement nominaux et toutes les transactions traitées au cours de la semaine qui précéda l'ouverture des hostilités l'avaient été sur des bases extrêmement variables. Ainsi le chèque sur Londres se négocia dans cette période avec

¹ Au cours de nos explications nous ne mentionnerons que les cours moyens.

une perte de 25 à 28 % ; le rouble perdait plus de 30 % ; le dollar valait 4 fr. 50 et même 4 francs ; le papier court sur l'Espagne resta aux environs de 480 et celui de Suisse resta offert à 95.

Les déclarations de guerre successives imprimèrent à la physionomie du marché des changes les caractères d'une véritable anarchie. En l'absence de tout programme de mobilisation financière, les gros mouvements des capitaux, provoqués par la retraite et la réalisation brusque des disponibilités à l'étranger sur l'ordre des sociétés françaises de crédit, jetèrent une perturbation profonde dans les transactions du change. Cette hâte de tout réaliser au dehors se communiqua au public. L'effervescence qui en résultait entraînait forcément l'impossibilité d'établir une cote officielle. Les relations avec l'extérieur une fois faussées, il était loisible à tous les établissements s'occupant d'opération du change, d'apprécier à leur gré la valeur des devises étrangères. Ces évaluations étaient variées et dans une large mesure arbitraires, puisque aucun volant régulateur ne subsistait plus. Souvent même elles se traduisaient uniquement par le refus opiniâtre d'accepter la négociation des devises. On a vu des chèques sur Londres et New-York revêtus de signatures universellement reconnues et dont la valeur en or ne faisait aucun doute, demeurer inconvertibles. Leurs porteurs étaient mis ainsi dans le plus cruel embarras par suite de cette attitude inexplicable des banques.

Il aurait convenu qu'à ce moment les autorités

compétentes, la Banque de France notamment, intervinssent pour racheter ces papiers extérieurs offerts à des prix excessivement avantageux. Il n'était pas difficile de prévoir que les instruments du change étaient destinés à jouer un rôle important. Cependant la surprise causée par l'invasion rapide des hordes allemandes a déconcerté les milieux financiers et toute considération de l'avenir s'est momentanément évanouie pour laisser place aux seules préoccupations du présent. Une ligne de conduite différente aurait eu les plus heureux effets pour tous ceux qui devaient plus tard faire face à des engagements extérieurs et notamment pour le Trésor français, qui par le cours naturel des événements est devenu le principal importateur du pays et par suite le principal débiteur de l'extérieur.

Cette incohérence des changes se prolongea jusqu'au début du mois d'octobre; c'est à ce moment que l'on commença à se rendre compte de l'importance que présentait le rétablissement du marché des devises instamment demandé par le commerce français.

Rétablissement du marché des changes. — Dans les premiers jours d'octobre on vit paraître d'abord une cote officieuse, établie par les soins de quelques intéressés. C'est à partir de ce moment que le marché est graduellement entré dans une voie plus normale.

C'est le rouble qui avait eu la destinée la plus déplorable, car son cours nominal au début, mais

plus tard réel, impliquait une perte de 20 % ; les autres cours s'inscrivaient aux environs du pair et même au pair. Une tension des changes hollandais et espagnol était signalée. Les transactions ultérieures ont raffermi seulement le change hollandais qui bénéficiait d'une légère prime sur le franc. Les devises des autres pays ont repris les positions qu'elles occupaient avant la guerre.

Ce fonctionnement régulier du marché des changes fut surtout la conséquence de l'intervention heureuse de la Banque de France. Cet établissement, dès le mois d'octobre, s'est attaché à réaliser et à étendre ses relations avec ses correspondants à l'étranger, de manière à offrir au commerce français des moyens de recouvrement et de règlement aussi complets que possible. Pour donner plus d'animation et de vigueur aux transactions du change, le gouverneur de la Banque, par une circulaire du 24 novembre, invitait les succursales à accueillir à l'encaissement et même à l'escompte, les effets sur l'Angleterre, la Hollande, la Suisse, la Norvège, l'Italie, l'Espagne, le Canada et les Etats-Unis. De plus, la caisse principale se déclara prête à fournir aux succursales, sur leur demande, des remises sur l'Angleterre et les Etats-Unis aux cours les plus favorables. Le montant des remises ainsi livrées par la Banque, soit à sa clientèle, soit au marché public, atteignit près de 800 millions en 1915. Cette orientation vers la concentration du portefeuille des devises sur l'étranger est le prolongement d'une politique, inaugurée à titre excep-

tionnel en 1906, reprise en 1907 et 1909. La gravité des circonstances a déterminé la Banque de France à s'engager avec plus de résolution qu'elle ne l'avait fait antérieurement, dans cette voie de la concentration des devises (très heureusement pour le change français). Ces efforts de la Banque de France ont été d'autant plus appréciables, que les autres institutions de crédit ont fait preuve en cette matière d'une prudence vraiment exagérée. Un éminent chroniqueur de l'époque écrivait : « Il faudrait que les Banques qui semblent tomber dans le plus profond engourdissement, consentent à s'éveiller un peu »¹.

La cote des changes jusqu'au mois de février 1915 a conservé une physionomie que M. Ribot pouvait, dans un de ses discours, déclarer « remarquablement favorable ». Ce même mois a vu se produire un phénomène qui fut le point de départ d'une période grave pour le pays. Les mouvements du change annonçaient que les engagements extérieurs étaient en train de dépasser les créances et de rendre en conséquence la balance des comptes de la France défavorable.

Les cours de la plupart des devises se sont élevés au-dessus du pair. Ce fut d'abord au début de février le cas du change sur l'Espagne et sur New-York ; quelques jours plus tard celui du change sur Londres et dans la première quinzaine de mai,

¹ « De l'urgente nécessité de faire cesser l'anarchie des changes étrangers », *Econ. Fr.*, 12 septembre 1914.

celui du change sur la Suisse et les pays scandinaves. Dès lors, le mouvement de hausse est bien établi et progresse sur toutes les devises neutres.

Cet affaïssement du change français était une conséquence inévitable des événements tragiques. Il constituait un phénomène de premier ordre dans l'histoire des crises du change. Avant la guerre, le franc jouissait d'une valeur internationale appréciée et reconnue dans le monde entier; la devise française se négociait partout avec une prime plus ou moins accusée.

Si nous nous bornons à envisager une période de 25 ans (de juin 1890 jusqu'au début de la guerre), nous pouvons constater que sur le marché de Paris, les moyennes annuelles des taux de change de la Belgique, de la Suisse, de l'Espagne, du Portugal, des Pays Scandinaves et de l'Autriche-Hongrie, n'ont jamais dépassé le pair.

Tel était le cas du change italien avec cette légère différence qu'en 1905 et 1906 les cours moyens avaient été cotés à 100,01.

Quant au change des Etats-Unis il suffit de remarquer que c'est seulement en 1898 et 1911 que ses taux moyens annuels (519,02 et 518,80) ont accusé une prime insignifiante.

En ce qui concerne les reichsmarks leur moyenne annuelle (123,58) a franchi le pair en 1911. Ainsi, pendant la longue période que nous envisageons, la devise allemande avait toujours été traitée dans des conditions défavorables sur la place de Paris.

Jusqu'en 1897 la destinée du change russe avait

été des plus précaires. A partir de cette date, grâce à l'adoption du monométalisme or et aux emprunts russes émis en France, ses moyennes annuelles se sont améliorées; elles ont dépassé six fois le pair jusqu'à 1914.

Le change hollandais a fait 1/2 % de prime en 1910 et 1911.

Aussi la devise anglaise, considérée comme la monnaie internationale par excellence, avait trouvé dans le change français un concurrent appréciable. Pendant ce quart de siècle les cours annuels du change anglais ont franchi le pair neuf fois. Le point le plus élevé (25,231) fût atteint en 1985¹.

Bien que cette méthode d'inspection puisse paraître fastidieuse, nous y avons eu recours pour souligner cette supériorité universelle du change français.

Nous avons vu que cette base solide, sur laquelle le pouvoir acquisitif du franc s'est maintenu pendant une longue période avait subi des atteintes sérieuses au mois de mai 1915. Après avoir indiqué les facteurs qui ont permis le maintien du change favorable dans les six premiers mois de la guerre, nous allons tâcher d'expliquer l'affaissement ultérieur du change français.

Le change favorable. — Il semble qu'il aurait pu être aisé de prévoir que la pression des besoins nouveaux, allait provoquer une demande plus in-

¹ V. *Annuaire Statistiques de la France*, 1914-1915.

tense de devises. Bientôt il faudrait se procurer des créances immédiatement exigibles sur les pays étrangers, notamment sur Londres et sur New-York. En outre, il fallait compter avec la suppression d'importants éléments du règlement, qui, en temps normal, rendaient la balance des comptes de la France favorable. Le portefeuille des titres étrangers rapportait annuellement environ 2 milliards de francs. Dès le début de la guerre il a subi de graves atteintes. D'une part, une baisse générale se produisit sur les valeurs extérieures, surtout dans le compartiment des fonds d'Etat; d'autre part, la perturbation internationale du service des coupons fut complète. Il en résulta une diminution sensible de ces revenus qui s'inscrivaient antérieurement au crédit de la France. Cette diminution n'a pas empêché les sommes provenant de l'étranger à titre d'intérêts et de dividendes d'exercer une influence favorable sur la physionomie des changes. Mais on pouvait prévoir que cette action ne serait pas de longue durée. Une politique du change s'imposait pour assurer au marché des moyens suffisants de règlement à l'extérieur.

En présence de l'attitude timorée des institutions de crédit, M. Ribot, alors ministre des Finances, prit énergiquement l'initiative des premières combinaisons en vue de soutenir le change français au moyen d'ouvertures de crédits.

La première opération de ce genre fut conclue le 15 octobre 1914, avec la maison Rothschild de

Londres. Elle porta sur une somme de 2 millions de livres sterling, soit à 25,22 la livre, 50.440.000 francs, contre laquelle le Gouvernement français donna des bons du Trésor à un an, avec intérêt à 5 % payable par anticipation. On sait que les fils de Mayer-Anselme Rothschild ont fondé la grande fortune de la maison en comprenant après les guerres du Premier Empire, tout le parti qu'ils pouvaient tirer d'organismes financiers fondés dans les cinq grandes villes commerciales de l'Europe occidentale, pour faciliter, à l'aide de compensations, l'essor commercial international. Ils s'étaient spécialisés en matière de change et d'arbitrage. Il n'est donc pas étonnant que ce soit justement avec leur collaboration que le Gouvernement ait inauguré sa politique régulatrice du marché des changes.

Une deuxième opération effectuée peu après avec la banque d'Angleterre, procura au Trésor français 10 millions de livres sterling, soit 252 millions 200.000 francs aux mêmes conditions.

Des nécessités analogues conduisirent à une ouverture de crédit de 51.800.000 francs (10 millions de dollars à 5 fr. 18) par la National Cit Bank de New-York.

Le montant de ces placements s'éleva pendant l'année 1914 à 354.440.000 francs. Au début de 1915, les opérations se poursuivirent et, à la date du 14 mai, il avait été placé pour 302.640.000 francs de bons du Trésor en Angleterre et pour 207 millions 275.000 francs aux Etats-Unis. Pour être plus

complet, il faut ajouter que pendant cette période, la Banque de France¹ a donné sa garantie pour une avance consentie à une Banque parisienne et cautionné un crédit d'acceptation de 5 millions de livres sterling, ouvert pour un an par un groupe de banquiers de Londres.

On ne saurait méconnaître l'importance de ces opérations, effectuées en vue d'approvisionner le marché des changes. Elles constituaient les premiers essais au moyen desquels on se proposait d'éprouver le degré de confiance de New-York et de Londres envers la France. Elles avaient pour but de préparer une voie dans laquelle on se serait engagé avec plus de résolution à l'avenir.

L'action des opérations qui viennent d'être décrites, n'a pas manqué de se répercuter sur les cours du change; elle explique dans une large mesure leur tenue favorable. Ajoutée à celle du portefeuille de titres étrangers, combinée également avec celle du rappel précité des créances disponibles sur les places extérieures à la suite de la mobilisation financière des Etablissements de crédit en France, elle permet d'expliquer clairement la position satisfaisante du change français dans les six premiers mois de la guerre.

Balance commerciale. — Le facteur commercial a fini par devenir le poids le plus lourd dans la balance des règlements internationaux, et c'est

¹ Compte rendu sur l'exercice de l'année 1915. *Bull. de Stat. et de Législat. comp.*, t. LXXIX, p. 226.

surtout sous la pression de son action que les changes se sont établis en temps de guerre.

La campagne a mis à la charge de l'Etat français plusieurs millions de mobilisés, dont l'entretien convenable exigeait des stocks énormes de marchandises de toutes catégories. La guerre, au point de vue économique, apparaît essentiellement comme une révolution dans la consommation : un abîme se trouve soudain ouvert, dans lequel sont engloutis rapidement des mouceaux de produits accumulés pendant la paix.

En ces conjonctures, l'efficacité du travail national, auquel on doit faire le plus grand appel en vue d'en tirer le maximum d'utilité devient insuffisante ; la production se trouve réduite à une faiblesse malade. Le pouvoir productif de la France était d'autant plus diminué qu'elle était privée de sa région du Nord, celle dont le développement industriel était le plus intense. L'occupation de cette région ne fût pas seulement une conséquence directe du plan offensif machiné par Falkenhayn, mais aussi l'application des idées affirmées par les plus éminents économistes allemands. On ne saurait assez dire que, pour atteindre la France économiquement, de même que pour essayer de la vaincre militairement, l'Allemagne ne s'est pas arrêtée devant la violation des principes les plus sacrés du droit international public.

Dans les premiers mois de la guerre, le pays a été condamné à vivre sur ses réserves, dont le renouvellement n'était pas possible par les seuls ef-

forts de l'industrie nationale. Bien qu'on ait pu prévoir la nécessité de recourir bientôt à des importations abondantes, il était extrêmement difficile de se mettre immédiatement à l'œuvre, car les échanges extérieurs venaient de subir un rude coup par suite de l'ouverture des hostilités. De même que dans l'intérieur du pays la crise des transports causa un préjudice considérable au commerce, de même la mobilisation de la flotte marchande paralysa le commerce international. Les frets qui avaient considérablement augmentés, agissaient comme des droits protecteurs élevés. Avec le temps, ce taux onéreux, presque usuraire, est devenu une faible barrière, étant donnée l'intensification progressive des besoins.

Les chiffres du commerce extérieur de la France pendant cette période bouleversée sont très significatifs et indiquent une décroissance brusque dans l'ampleur de ses sorties et de ses entrées. En 1914, les échanges internationaux ont subi, par rapport à ceux de 1913, une moins-value de 4.127.826.000 francs. Cette diminution se partage à peu près exactement par moitié entre les importations et les exportations : 2.072.123.000 francs pour les premières et 2.055.703.000 francs pour les secondes. Il est à remarquer que l'excédent (1.524.645.000 fr.) des importations se maintient à peu près au même niveau que dans les années précédentes ¹, ce qui

¹ En 1912 cet excédent accuse une somme de 1 milliard 518.266.000 et, en 1913, 1.632.693.000 francs.

antérieurement n'avait pas empêché la France d'être « créditrice partout, et débitrice nulle part ».

Le premier trimestre de 1915 présente des symptômes de baisse du change français. Pendant ces trois mois, les importations ont été sur la période correspondante de 1914, en moins-value de 809 millions 794.000 francs et les exportations en moins-value de 971.700.000 francs. Cet affaissement de chiffres n'est que le prolongement de celui provoqué dès l'ouverture des hostilités. Mais il est à signaler, qu'au mois de mars 1915, les entrées ne fléchissaient que de 152 millions de francs, alors que la moyenne mensuelle de ce fléchissement pour les deux premiers mois est de 329 millions de francs. Au même moment, les sorties accusent en mars, une diminution plus notable que celle de janvier et de février. Ainsi, au début de cette année, deux tendances manifestement opposées se dessinent, dont l'effet se traduit par un écart de plus en plus grandissant entre les exportations et les importations.

C'est le mois d'avril qui illustre d'une manière encore plus expressive le flot ascensionnel des entrées. Leur montant comparé à celui d'avril 1914 ne laisse plus qu'une moins-value de 33.205.000 fr., alors que la moyenne mensuelle du premier trimestre 1915 était de 270.000.000 de francs en chiffres ronds. Quant aux exportations, la situation reste stationnaire et la moins-value pour le même mois, soit 323 millions est la même, que la moins-

value mensuelle du premier trimestre. Le mois de mai ne fait que confirmer cette situation. C'est au mois de juin que, pour la première fois, apparaît une plus-value (63.240.000) des importations par rapport à la période correspondante de 1914. C'est un événement économique de premier ordre; désormais les entrées progressent avec une rapidité sans précédent dans l'histoire commerciale de la France.

Ces chiffres sont éloquentes et indiquent la faiblesse de la production indigène, la nécessité de recourir de plus en plus à l'étranger; si on les rapproche des fluctuations des cours du change qui se sont produites pendant la même période, il est aisé de constater que ces dernières n'étaient que les reflets des premiers.

Le cours du change n'est que l'expression synthétique d'un ensemble des causes variées, dont les degrés respectifs d'influence échappent à une investigation objective. Cependant, quelquefois, il est facile de constater, au moins avec une exactitude relative, la prépondérance incontestable d'une action déterminée. C'est ainsi que nous pouvons affirmer, notamment grâce à la concordance des chiffres du commerce extérieur et des cours du change, que l'influence des excédents d'importation a déterminé la baisse du change français au printemps de 1915. Le Gouverneur de la Banque de France, dans son compte rendu pour l'exercice de l'année 1915, en signalant la disproportion qui existait entre les sorties et les entrées de marchan-

disés, observait: « Cette différence pèse lourdement dans notre balance économique: elle est l'unique cause de l'altération momentanée de notre change... »

Le change français aurait pu résister beaucoup plus longtemps si la balance commerciale n'avait pas été atteinte d'un autre genre de perturbation. Dans le premier trimestre de 1914, le commerce avec la Grande-Bretagne avait laissé un solde créditeur de 50 millions de francs au profit de la France; pour le premier trimestre de 1915, la France est débitrice d'un solde de 350 millions de francs. Aux Etats-Unis, ses exportations pour l'année 1915 ne dépassent pas en valeur ses importations pendant le premier trimestre de cette même année.

Les importations de provenance russe ont représenté une valeur de 458.143.000 francs en 1913, 318.739.000 francs en 1914 et 50 millions et demi à peine en 1915.

De Belgique, en 1913, les importations de la France se sont élevées à 556.277.000 francs et ses exportations à plus d'un milliard; en 1915, les unes et les autres se sont respectivement élevées à 15.750.000 francs et à 27.534.000 francs.

Si l'on tient compte en outre de la suppression complète des rapports commerciaux entre la France et les pays ennemis, on voit à quel point les éléments constitutifs de la balance commerciale de la France ont été modifiés. L'importation française est devenue tributaire des pays sur les-

quels la France ne possédait pas de contre-partie suffisante. Son portefeuille de titres étrangers ne se composait que dans de faibles proportions de créances sur les Etats-Unis et l'Angleterre. En temps, normal, la présence des voyageurs anglais et américains, venus en grand nombre pour visiter les musées, les villes classiques, les villes d'eaux de la France et surtout la Côte d'Azur, exerçait une influence notable sur la balance économique. Avec l'ouverture des hostilités, ces déplacements ont cessé presque entièrement pour des raisons que l'on comprend aisément. Le Gouvernement américain a envoyé au début de la guerre par le navire « Tennessee » une somme d'un million et demi de dollars en or, pour faciliter le retour de ses concitoyens, surpris par le conflit européen dans leur villégiature, en France notamment. Il est à peine nécessaire de remarquer que la présence des troupes anglaises a fourni une contre-partie intéressante, mais insuffisante pour faire face au montant croissant des engagements envers la Grande-Bretagne.

L'inflation des billets de banque. — Les billets de banque ont constitué pendant la guerre une ressource abondante pour le Gouvernement français; il y a fait largement appel afin de pouvoir soutenir la lutte et assurer la victoire. La Banque de France, en vertu de conventions successives avec le ministre des Finances, a mis à la disposition du Trésor français des sommes considérables; ces

avances ont eu pour résultat l'accroissement progressif du stock fiduciaire. La loi du 5 août 1914 a élevé à 12 milliards le maximum de l'émission (qui, aux termes de la loi du 29 décembre 1915 avait été fixé à 6.800 millions). A cette même date, une première avance de 2.900 millions de francs, rendue nécessaire par la mobilisation, était accordée par la Banque de France à l'Etat. A la suite de la convention du 4 mai 1915, le total des avances inscrit au débit du Trésor français fut porté à 9 milliards. Le décret du 11 mai 1915 élevait le maximum de l'émission à 15 milliards.

Cette nouvelle orientation financière, inspirée par des besoins urgents, avait amené dès le début de la guerre le cours forcé et le billet de banque a été ainsi rapproché du papier-monnaie¹.

Le papier-monnaie peut être considéré comme un instrument pathologique des échanges; la facilité de sa multiplication, constitue une tentation bien grande pour les gouvernements obérés et un danger d'autant plus grand pour la société. L'histoire nous offre des exemples frappants et tragiques, qui doivent être présents à l'esprit de tous ceux dont dépend la destinée financière d'un peuple. En 1810, dans un rapport de M. de Montalivet, parlant au nom de Napoléon I^{er}, il était dit: « le papier-monnaie est le plus grand fléau des na-

¹ Ce terme est réservé scientifiquement aux billets émis par l'Etat, mais dans un sens général on peut l'étendre à tous les billets inconvertibles, dont les émissions sont influencées par la volonté de l'Etat.

tions ; il est au moral ce que la peste est au physique ». De nos jours, en 1919 un économiste écrit : « Le pays qui a pris l'habitude des billets inconvertibles est un morphinomane qui ne peut plus renoncer au poison »¹.

Le problème qui se pose pour nous est de savoir si cet accroissement de la circulation fiduciaire avait eu pour résultat une dépréciation des instruments monétaires et par suite si ce phénomène doit être incriminé comme une des causes de l'effondrement du change français dans les premiers mois de 1915. La question est infiniment délicate, car son analyse porte sur une période de profond bouleversement ; elle nécessite l'analyse d'éléments psychologiques difficiles à pénétrer.

La théorie classique du change donne « des indications plus sûres que celles que le plomb de soude où les amers peuvent donner au pilote » pour reconnaître la dépréciation du papier-monnaie et par suite le danger résultant de l'inflation². La prime de l'or, la hausse du change, la fuite de la monnaie métallique et la hausse des prix, sont les indices infaillibles du commencement des ravages déchaînés par le papier-monnaie. Leur apparition équivalait à un rappel à la prudence. C'est justement devant ces phénomènes que la guerre nous a placés. Cependant, il est difficile d'admettre que ces manifestations aient été engendrées par des

¹ Truchy : *Cours d'Économie politique*, p. 353, t. I.

² Ch. Gide : *Cours d'Économie politique*, 1919, p. 381.

facteurs se rattachant à la circulation avariée. En procédant à un examen minutieux des événements, on est plutôt amené à constater que leur origine tient à des causes différentes.

En ce qui concerne la prime de l'or, en effet, elle est la pierre de touche de la valeur du papier-monnaie et son importance indique dans quelle mesure cette valeur a baissé. Etant donné qu'à un moment déterminé, à la base des échanges, réside le billet inconvertible, la monnaie d'or devient une simple marchandise, dont le prix s'exprime par ce billet. Ce prix est assujéti à des variations fréquentes indiquées par la hausse et la baisse de la prime de l'or sur le billet déprécié. Dans la plupart des cas, ces oscillations ne sont qu'apparentes; elles ne correspondent pas à un changement réel dans la valeur intrinsèque de la monnaie-or: elles ne sont que des reflets des variations dans la valeur de l'étalon monétaire, c'est-à-dire du papier-monnaie. En période normale, le cours du change des pays à circulation avariée, se trouve sous l'influence des bonds de la prime de l'or.

En 1916, dans un article fort intéressant, M. A.-C. Whitaker se plaint de ne pas avoir pu trouver en France, ni en Angleterre d'indication sur la prime de l'or pendant la guerre¹. La même particularité avait été remarquée par l'éminent économiste américain F.-W. Taussig, qui, rappelant

¹ « Currency depreciation in time of war », *The Quart. Journ. of Econ.*, t. XXX(p. 265,

le régime du cours forcé, qualifiait cette situation « abnormally abnormal »¹. De cette absence de cote officielle de la prime de l'or, il faut justement déduire que la différence entre le pouvoir acquisitif du billet inconvertible et celui de l'or subsistait en fait et que la crainte de voir cette différence s'aggraver, avait déterminé les autorités à ne pas publier cette cote. Nous nous empressons d'affirmer que cette anomalie dans les valeurs ne provenait pas du papier-monnaie, mais de l'appréciation de l'or, dont le prix monta brusquement à la veille et pendant la guerre. La nécessité d'envois abondants de métal jaune, l'espoir que l'on plaçait dans sa puissance à ce moment, ont expliqué suffisamment l'élévation de la valeur de l'or. Ce sont ces mêmes raisons qui ont déterminé la thésaurisation et rendu l'or invisible.

Il est inutile d'insister sur l'influence que la crise des transports, la paralysie partielle de la production nationale, les restrictions du commerce extérieur, ont eu sur la hausse des prix.

On ne pourrait songer à trouver une corrélation numérique entre les émissions et les variations des cours du change. Au début du mois d'août 1914, le nouveau maximum de 12 milliards n'a pas empêché, le maintien du change français dans une situation favorable. Lorsque, au mois de mai 1915, le maximum de l'émission a été accru de

¹ « International trade under depreciated money », *The Quart. Journ. of Econ.*, t. XXXI, p. 380.

3 milliards, l'affaissement du change français s'était déjà produit. Du reste, au cours de la guerre, l'inflation n'a fait que s'aggraver tandis que le change français, à diverses reprises, a bénéficié d'améliorations sensibles.

De ces explications se dégage l'impression nette que les billets de banque n'ont pas subi une dépréciation suffisante pour que son action sur le sort du change put être signalée.

D'où le billet inconvertible tire-t-il sa valeur ?

D'après la théorie métalliste, la valeur du papier-monnaie ne dérive que de l'étalon métallique : ce sont les perspectives de conversion qui donnent une valeur réelle aux billets inconvertibles. La doctrine opposée, psycho-sociologique, s'efforce de prouver que le billet inconvertible est une monnaie indépendante, qui circule pour son propre compte et qui ne dérive qu'historiquement de la monnaie métallique. Cette dernière théorie considère que la valeur du papier-monnaie vient « uniquement de la possibilité que chacun croit avoir de le donner en paiement dans les achats qu'il se propose de faire » (J.-B. Say).

Ces deux conceptions, absolues dans leurs formules respectives, sont l'une et l'autre incomplètes. La première n'explique pas comment le papier-monnaie conserve une certaine valeur, même dans les pays qui pratiquent délibérément la politique du cours forcé et la considèrent comme favorable en elle-même au point de vue, notamment, du développement de l'exportation. On sait que

telle fût pendant un certain temps la politique de plusieurs Etats de l'Amérique du Sud, de la République Argentine notamment. La seconde doctrine a pour défaut essentiel de laisser la valeur du papier-monnaie à la merci des fluctuations de l'opinion.

Au cours d'une conférence ¹ M. Ch. Gide disait : « Le billet de banque a sa valeur, qui repose non pas sur l'or, le plus lourd des métaux, mais sur cette chose impalpable qui est la probité du débiteur, sur les possibilités de l'avenir que ce chiffon de papier contient en lui ». Mais en quoi consiste-t-elle cette probité du débiteur, sinon dans sa résolution d'effectuer un remboursement effectif en or pour faire honneur à sa signature ? Que signifient-elles ces « possibilités de l'avenir » sinon le maintien du pouvoir acquisitif de billets inconvertibles, lequel pouvoir est comparé à celui de la monnaie d'or ?

On ne peut donc songer à séparer l'élément psychologique de la notion métallique. Ces deux facteurs se complètent : l'un ou l'autre domine selon les circonstances, mais il faut faire appel à tous les deux pour expliquer la valeur du papier monnaie. Pendant la guerre où se jouait la destinée de la patrie, la pleine confiance accordée à la Banque de France était au nombre des facteurs du succès final. La foi que l'on avait dans ses bil-

¹ « L'or et le change », Conférence donnée à la Sorbonne le 29 mars 1916. *Rev. d'Econ. pol.*, 1916, p. 81.

lets était un soutien invisible mais puissant, donné à l'échafaudage des milliards de la circulation. Cependant, si la perspective du remboursement ultérieur en or avait dû être abandonnée, ou même si quelques doutes s'étaient produits à son sujet, le magnifique édifice ainsi construit aurait pu s'affaisser comme un château de cartes. On ne saurait suffisamment insister sur le double support, subjectif et objectif, de la valeur de la monnaie fiduciaire.

La théorie de la valeur de papier-monnaie serait incomplète sans l'intervention d'un autre facteur de premier ordre : la proportion plus ou moins exacte de l'abondance de l'émission avec les besoins de la circulation. C'est la puissance d'absorption du milieu où les billets sont émis, qui contribue le plus au maintien de leur pouvoir acquisitif. Si cette puissance ne constitue pas à proprement parler une source de la valeur du billet, comme certains auteurs l'ont prétendu, elle est du moins une condition essentielle de la conservation de cette valeur. Son action ne se remarque pas seulement à l'égard de la circulation avariée, mais aussi à l'égard des circulations monétaires les plus saines. On peut même aller plus loin encore et observer que son influence s'exerce sur les prix de toutes les marchandises. En dernière analyse en constatant le rôle de cette puissance d'absorption dans le domaine de la circulation du papier-monnaie, on ne fait que souligner une application de la loi de l'offre et de la demande.

Lorsque la France, sous la III^e République, mal-

gré la perte de l'Alsace et de la Lorraine, donna l'exemple d'un essor industriel vigoureux et atteignit une si remarquable prospérité, les anciennes limites de la circulation fiduciaire devinrent trop étroites : elles auraient été susceptibles d'entraver l'activité du pays. L'élargissement de ses anciennes limites n'a eu que des conséquences heureuses puisque le nouveau maximum de l'émission était en rapport avec les nouvelles conditions du milieu.

Pendant la guerre de 1914, les besoins de la circulation se sont multipliés au point d'absorber aisément le stock nouveau des billets émis au début des hostilités. La thésaurisation, la hausse des prix, les opérations commerciales et financières du Trésor, la vitesse progressive de l'ensemble des échanges, ont intensifié la demande de billets. Dans une communication, présentée à la Société de statistiques de Paris, M. Pupin a déclaré, en s'appuyant sur des calculs minutieux, qu'avec une circulation de 15 milliards pendant la guerre, le rapport d'avant-guerre entre les billets et les besoins de la circulation n'aurait pas changé.

Il est donc permis de penser que dans cette première période de la guerre, les billets inconvertibles n'ont pas subi, dans leur pouvoir acquisitif, une diminution telle que l'affaïssement du change français au printemps 1915, puisse être attribué à leur influence ¹.

¹ Voir la séance du 5 décembre 1917 de la Société d'Écon. pol. de Paris; ordre du jour: de l'inflation. *Econ. Franç.*, 22 décembre 1917.

DEUXIEME PERIODE

MAI 1915-AVRIL 1917

Analyse descriptive du marché des changes; — Les causes des fluctuations du change; — L'or et la stabilisation du change français; — Conséquences de la politique des envois d'or aux Etats-Unis; — Emprunt franco-anglais; — L'utilisation des valeurs mobilières et les ouvertures de crédit.

Analyse descriptive du marché des changes. — Nous avons divisé notre étude en trois périodes, non arbitrairement, mais en tenant compte des événements qui ont eu les répercussions les plus importantes et qui ont successivement renouvelé de la manière la plus profonde, la physionomie des changes de guerre.

Nous allons commencer l'étude de cette seconde période par un exposé analytique, dans lequel nous nous proposons, de passer brièvement en revue les fluctuations des cours du change qui nous ont paru les plus dignes d'attention. Nous procéderons ensuite à une recherche des causes déterminantes de ces mouvements et des mesures auxquelles on a eu recours pour stabiliser le change français.

Dans la première moitié du mois de mai 1915, la nouvelle orientation des changes étrangers ne faisait plus aucun doute. Avant d'étudier ce phénomène général, on doit une mention spéciale au change italien et au change russe: les cours du rouble et de la lire demeurèrent en effet au-dessous du pair pendant toute la durée des hostilités; les moyennes de leurs pertes depuis le mois indiqué ci-dessus jusqu'au mois d'avril 1917 peuvent être évaluées pour le rouble à 26 % et pour la lire à 12 %.

Pendant 1915, la devise italienne perdait de 7 à 12 %. Dès le début de 1916, cette dépréciation s'accrut et, en février, 100 liras étaient cotées 97 fr. 50. Le mois d'avril marqua une reprise du change italien et pendant les mois suivants, la prime du franc ne dépassa guère 7 %. Cette résistance se prolongea jusqu'au mois d'octobre dont la seconde moitié fut marquée par une forte dépression du change italien qui, dès lors, ne devait aller qu'en augmentant. Le 26 octobre, la prime du franc était de 11 %, le 16 novembre de 13 %, le 21 décembre de 15 %, le 18 janvier 1917 de 16 %; en février elle s'élevait à 19 %, le 8 mars à 24 % et le 29 du même mois à 25 %.

Le change russe a été encore plus atteint¹. Déjà en mai 1915 il se négociait avec une perte de 20 %. Au mois de juillet, cette perte ne s'éloignait guère

¹ « Le rouble pendant la guerre », Boris Eliacheff, *Rev. d'Econ. Pol.*, 1919, p. 13.

de 30 %. Après une période d'indécision, une nouvelle chute brusque se produisit au mois de décembre. Fin 1915, la perte atteint presque 34 %. A la suite du grand succès d'Erzeroum, le rouble gagna un peu de terrain au milieu de février 1916. Pendant les mois suivants, la prime du franc paraît devoir se stabiliser à 35 %. Fin août, la déclaration de guerre de la Roumanie à l'Autriche-Hongrie, entraîna une amélioration des changes alliés et plus particulièrement du change russe. Malheureusement, cette amélioration fut de courte durée. En octobre un nouveau recul encore plus grave que les précédents se produisit. Point par point, le change russe s'est affaïssé, fin mars 1917, à un cours qui dénotait une perte 37 1/2 %.

C'est surtout par rapport aux changes neutres, que le franc a subi des atteintes graves, inusitées. Les changes neutres ont graduellement franchi le pair et amené ce que l'on a appelé improprement « l'explosion des changes ». On ne saurait dire assez que c'était là un phénomène dont l'apparition s'annonçait depuis plus de trois mois et qui ne pouvait pas constituer une surprise pour tous ceux qui suivaient avec vigilance les événements. Le change français, malgré sa valeur indiscutable, ne pouvait pas résister à l'application imminente des lois économiques; il pliait forcément sous le poids écrasant des engagements extérieurs de la France.

Nous avons vu que la devise espagnole avait manifesté sa tendance défavorable dès le mois

d'octobre 1914. Après s'être négociée jusqu'au mois de février 1915 aux alentours du pair, dans la première moitié de ce même mois elle dépassa franchement le point d'équilibre. En mai, sa prime était de plus de 3 %. Cette orientation ascensionnelle, si nouvelle dans l'histoire du change espagnol n'alla qu'en s'intensifiant. Fin juillet, la peseta gagna 8 %, fin 1915, 11 %. Cette évolution du change hispano-français se continua en 1916. Le 30 mars, la prime de la peseta est de 15 %, le 8 juin, elle s'élève à 20 1/2 %. Après avoir été cotée pendant quelques mois à des cours qui lui réservaient une prime de 17 à 19 %, la devise espagnole reprend sa marche avec plus de vigueur au mois de novembre. En décembre 1916, la prime n'est pas inférieure à 24 %. Fin mars 1917, le cours de 633 1/2 marque le point culminant de cette période c'est-à-dire une prime de 28 %.

Le taux du change du florin hollandais enregistré en mai 1915 une prime de 3 1/2 %, qui, en montant graduellement dépassa 23 % à la fin de l'année. C'est au mois de janvier 1916, que le change hollandais a coté les cours les plus élevés (24 % de prime) pendant notre seconde période. Après un fléchissement momentané pendant la première moitié d'avril, il se négocie de nouveau à des cours élevés. Cet état était tout à fait anormal, et dans l'autre moitié du même mois, le change hollandais commença à perdre du terrain. Ce recul se poursuivit jusqu'au mois de septembre. La perte du change français était alors de

14 1/2 %. En janvier 1917, on constate une tendance opposée à celle du mois correspondant de 1916. Le change hollandais est toujours en recul. Fin mars, sa prime n'est que 11,9 %. Il est intéressant de noter que cette réaction favorable au change français correspond à une tension accentuée du change espagnol. Cette divergence des cours montre la complexité et la variété des causes qui ont déterminé les fluctuations des changes en temps de guerre.

Le change scandinave bénéficiait en mai 1915 d'une prime de 2 % à peine. Depuis, chaque mois a marqué une tension progressive. Dès le mois de décembre, Danemark, Suède et Norvège sont cotés séparément et font respectivement 14,8 %, 17,4 % et 17 % de prime. Cette ascension continue avec plus ou moins de rapidité, puis s'arrête dans la première moitié de mai 1916. En ce moment, le Danemark gagne 33 % et les deux autres pays, dont les cours demeurent solidaires, 33,6 %. C'est le point culminant de cette marche vers la hausse. A partir de ce moment, une détente se produit. Une différence notable se dessine désormais entre les cours de la Suède et de la Norvège; le Danemark leur demeure inférieur. En novembre, le Danemark enregistre 12,2 % de prime, la Norvège 16,7 % et la Suède 18 %. Un revirement se produit alors et son action se prolonge jusqu'au mois d'avril 1917. Fin mars 1917, la Suède dépasse 26 % de prime, la Norvège se rapproche de 26 % et le Danemark atteint 21,4 %.

Le change suisse, qui a franchi le pair en mai 1915, progresse de mois à mois et fin 1915 il se négocie avec une prime de 11 %. Cette avance continue en 1916 et touche sa limite finale dans la première moitié d'avril avec le cours de 117. L'amélioration générale du change français qui se remarquait dans cette période, avait déterminé l'affaissement graduel du change suisse. Fin septembre, la prime du change suisse ne dépasse guère 10 %. Mais à partir de ce moment, le change suisse se resaisit et fin mars 1917 il est coté à 116.

Ces bonds fantastiques des devises étrangères, ne présentaient pas autant de dangers que ceux relatifs aux changes anglais et américain.

C'est surtout avec les Etats-Unis et la Grande-Bretagne que la France avait été amenée à entretenir des relations étroites se traduisant par des transactions commerciales d'une envergure jamais atteinte jusque là. En outre, les instruments du change, payables sur la place de Londres, jouaient le rôle d'une monnaie internationale avec laquelle les Etats réglaient leurs dettes réciproques. Sur le marché des changes, la devise anglaise était le centre autour duquel convergeaient les cours des autres devises. Sa baisse tendait à entraîner leur baisse et sa tension devait normalement provoquer leur hausse. Si son caractère de régulateur des cours ne s'est pas suffisamment manifesté pendant la guerre sur le marché de Paris (ce qui a permis aux changes neutres de voguer à leur gré), c'est parce que la France était

mise en demeure, d'après les accords passés avec le Gouvernement anglais, d'utiliser les crédits obtenus de ce dernier pour le paiement des achats effectués en Grande-Bretagne.

Déjà au début de 1915, quelques rares affaires sur la livre sterling se sont traitées au-dessus du pair. Ces exceptions se sont généralisées et dès la deuxième moitié de février elles sont devenues la règle. Le 20 mai, la prime du change anglais est de 2,3 %, fin juin elle dépasse 7 %. Après trois, quatre semaines d'une détente insensible, la livre s'avance de nouveau et à partir d'août cette marche devient encore plus rapide. Fin 1915, la prime de la livre est de 10 %.

L'année suivante, le progrès continue: dans les premiers jours d'avril, il est à sa limite avec le cours de 20,83 (13 avril: 14,8 % de prime). Dès lors, la livre baisse et son cours se fixe au mois d'octobre 1916 à 27,79. Ce taux devient officiel et reste sans changement jusqu'au mois d'avril 1917.

Le dollar marquait la même tendance que la livre sterling au début de 1915; le pair était dépassé dès le mois de février. Mais le dollar avançait plus rapidement que la livre. A la fin du premier semestre 1915, il enregistra la même prime que celle de la livre à la fin de 1915, c'est-à-dire 10 %; à la fin de l'année, cette prime dépassait 12,5 %. En 1916, la montée continue d'un pas assuré et atteint au même moment que le change anglais ses cours les plus hauts, soit 17 % de prime. A partir de cette époque, une détente se dessina; elle devait

s'arrêter seulement en octobre. Dès lors, le cours est fixé à 5,83 1/2 (12,6 % de prime) et se maintient à ce taux jusqu'à la fin de la période que nous envisageons.

Cette stabilisation heureuse des changes anglais et américain nous amène à dire quelques mots sur les « justifications de change », procédé de contrôle inauguré par la Banque de France en juin 1915. De temps en temps, des parties importantes des crédits extérieurs obtenus par le Trésor français avaient été mises à la disposition de la Banque de France en vue de fournir des instruments de compensation à tous ceux qui en avaient besoin pour faire face à leurs échéances commerciales à l'étranger. Cette institution est devenue ainsi dépositaire de la plus grande partie des disponibilités sur les marchés de New-York et de Londres. A partir de février 1916, la négociation des titres français envoyés à la Banque d'Angleterre par la Banque de France, assura à cette dernière des ressources personnelles importantes au moyens de change sur Londres. Il était légitime que toutes ces provisions acquises par le Gouvernement au prix de lourds sacrifices, ne servissent qu'aux commerçants et industriels qui pourraient justifier de l'emploi des fonds sollicités. Cette justification était une précaution prise dans le but de réserver exclusivement aux importations le maximum de facilités et d'alimenter le moins possible la spéculation. Au début, les instruments du change avaient été cédés aux cours du jour, mais dès le

mois d'octobre 1916, la Banque de France a réussi à stabiliser le taux du change de la livre à 27,79 et celui du dollar à 5,83 1/2. Jusqu'en avril 1917, aucune disparité sensible n'était signalée entre les cours officiels et les cours du marché libre. Ce résultat constituait un avantage énorme pour les communautés commerciales et démontrait l'utilité que pouvait avoir dans une politique interventionniste dans le domaine du change, pourvu qu'elle fut exempte de tout arbitraire ¹.

Les causes des fluctuations du change. — Ce serait une tâche ardue, sinon impossible, que de dégager et de rassembler tous les facteurs qui ont agi sur le cours du change français. Le marché des changes dont nous venons d'esquisser le tableau, a été soumis à l'action combinée d'une multitude de facteurs, aussi est-il extrêmement difficile de déterminer exactement le degré de puissance de ces divers facteurs. On se trouve en présence des devises qui progressent et reculent solidairement, puis dont les courants deviennent divergents; d'autre part, certains taux se stabilisent en même temps que d'autres accusent des à-coups violents. Avant d'essayer de trouver la clef de ce mystère qu'était le marché des changes en temps

¹ Sur le rôle de la Banque de France pendant la guerre dans le domaine du change, voir l'étude remarquable de Mlle Suzanne Giraud: « Le rôle de la Banque de France pendant la guerre », II^e partie; *Thèse*, Montpellier, 1918.

de guerre en France, quelques remarques préliminaires doivent être notées.

Bien que la loi classique de l'offre et de la demande passe pour une formule vague, il est indubitable, que c'est uniquement sous son action que la destinée des cours se détermine. Ce qui est vraiment obscur et délicat en matière de change, c'est l'examen des éléments qui agissent sur l'ampleur de l'offre et de la demande. Les causes qui agissent sur l'offre et la demande en matière de change, peuvent se rattacher à deux ordres d'idées essentiels : elles sont techniques ou morales.

En se plaçant au point de vue de la demande, les causes techniques sont représentées par les besoins réels en instruments du change ; au point de vue de l'offre, elles sont représentées par les disponibilités inscrites au crédit international d'un pays déterminé : ce sont ces éléments qui reflètent l'état actuel de la balance des comptes. Les causes morales à travers leur extrême diversité ont pour caractéristique de suggérer des pronostics sur les fluctuations futures de la balance des comptes d'un pays. C'est dans le domaine de la spéculation que leur influence atteint son maximum.

C'est surtout pendant les périodes troublées que les causes morales jouent un rôle fréquent et important ; l'incertitude du moment inspire ces alternatives de confiance et de défiance qui se succèdent parfois d'une manière si rapide et agissent si profondément sur le marché. De nombreux exem-

ples historiques témoignent de l'importance des facteurs moraux, politiques, sur le marché des changes. C'est ainsi que la fuite de Napoléon de l'île d'Elbe, en 1814, provoqua la baisse du change anglais et que les nouvelles de Waterloo le firent monter. La bataille de Gettysburg améliora le change des Etats-Unis; l'été critique de 1864 le fit baisser. Pendant le conflit européen, les mouvements du change ont été souvent les échos des événements politiques, militaires et monétaires. L'abandon momentané de l'or comme instrument du négoce international, le régime du papier-monnaie, l'inexistence des gold points, le goût de plus en plus répandu de la spéculation, ont rendu les taux du change particulièrement sensibles et souvent dépendants des changements capricieux de l'opinion. Nous ne pouvons pas entrer dans toutes les vicissitudes journalières, auxquelles le marché des changes a été assujetti en temps de guerre. Nous nous bornons à constater que les variations des cours du change ont été souvent provoquées par des facteurs d'ordre moral. L'action de ces facteurs est donc un fait indiscutable.

Nous pouvons citer à titre d'exemple la baisse précipitée du change russe au mois de décembre 1915 à la suite de l'offensive allemande contre la Russie, la reprise de ce change en février 1916 à la suite du grand succès d'Erzeroum, l'amélioration du change français à la suite du voyage de M. Ribot à Londres, en avril 1916, avant que les mesures arrêtées au cours de ce voyage aient été pri-

ses, les conséquences favorables de la déclaration de guerre de la Roumanie à l'Autriche-Hongrie en août 1916, le revirement du change français au début du mois d'avril 1917 à l'annonce de l'intervention financière des Etats-Unis, enfin et surtout l'effet heureux des victoires alliées à la veille de l'armistice.

Par le seul fait que les facteurs moraux sont mis en jeu surtout par des événements soudains et que les prévisions suggérées par ces événements, si elles sont démenties dans la suite, cesseront d'avoir une influence quelconque, ces facteurs moraux envisagés en eux-mêmes n'agissent pas en général d'une manière prolongée dans le même sens. Il faut tenir compte de l'instabilité des éléments psychologiques : pour que leur action se prolonge, il faut l'intervention de facteurs techniques conformes aux prévisions. En somme l'action des causes morales n'est durable que lorsqu'elle se manifeste comme l'action anticipée de causes objectives techniques.

Il résulte de ce qui vient d'être dit que la supériorité des causes techniques est incontestable et que les fluctuations du change ne dépendent à la longue que d'elles. Si leur action vient à être entravée par l'intervention de raisons morales, cela ne signifie nullement qu'elle en soit paralysée pour toujours ; elle est simplement ajournée : son effet ne manquera pas de se produire. C'est donc aux causes d'ordre technique qu'il faut surtout avoir recours pour essayer d'expliquer les mouvements du change français.

Du mois de mai 1915 au mois d'avril 1917, le déficit commercial de la France a dépassé 20 milliards: cette augmentation ne provenait pas tant d'un accroissement dans les quantités des produits importés que de la hausse vertigineuse des prix. A ce déficit, il faut ajouter le montant des frets, mais comme cet élément échappe à un calcul précis nous nous bornons à noter pour simplifier notre étude que cet élément a pu se compenser avec les frais des armées anglaises en France.

En présence de cette dette de 20 milliards, nous allons rechercher les facteurs qui ont permis d'y faire face et qui ont par conséquent empêché le change français de s'aggraver davantage. C'est donc sur la politique régulatrice du change que nous nous proposons de nous étendre.

L'or et la stabilisation du change français. — Malgré son augmentation considérable, le stock d'or n'a pas progressé aussi rapidement que la civilisation, que la fortune publique et individuelle et que l'activité de tous les pays. Etant donné la tendance universelle vers l'adoption du monométallisme or, le métal jaune a pris une importance de plus en plus affirmée. C'est surtout pendant la guerre que son rôle est devenu prédominant en raison de l'existence des puissantes encaisses métalliques et de leur mode d'utilisation. Ces réserves solides ont été la conséquence de la politique d'accumulation d'or, poursuivie opiniâtrement par la plupart des pays, en vue de se constituer de vé-

ritables trésors de guerre. Cette tendance est très ancienne¹. Les anciens Athéniens l'avaient bien adoptée; quand, aux jours de leur prospérité, ils recouvrirent d'or la statue de Pallas-Athénée, lui donnant ainsi, pour le présent, une apparence splendide, et constituant pour l'avenir une réserve qui pouvait à tout moment être retirée et employée pour la guerre².

En temps de paix, l'or était une monnaie internationale; les soldes extérieurs qui ne se réglaient pas par compensation provoquaient des courants d'or aboutissant à un règlement des obligations réciproques. Le régime du papier, amené par la guerre, nécessitant une garantie toujours plus forte, a attribué au métal jaune une importance d'ordre public. Il a été graduellement soustrait à la circulation libre afin d'être dirigé vers un réservoir immense et unique. Ses exodes étaient permis seulement dans l'intérêt général du pays.

La Banque de France possédait l'encaisse métallique la plus forte d'Europe, après celle de la Banque d'Etat Russe. La position remarquable que la France occupait avant la guerre dans le domaine international, à cause de sa balance économique favorable, se manifestait notamment par un excédent annuel d'importation d'or. Depuis

¹ Voltaire écrivait au xviii^e siècle: « Sans calamité de la guerre, l'augmentation de la masse d'or et d'argent serait inutile ». *Dialogue des morts et entretien philosophique*, édit. Bosange, Paris, 1842.

² Withers: *Qu'est-ce que la monnaie?*, p. 16.

1900 jusqu'à la veille de la guerre, 5 milliards d'or sont entrée en France, défalcation faite du montant des sorties ¹. Ces entrées périodiques ont facilité la tâche des dirigeants de la Banque de France dans la poursuite de leur politique réaliste, consistant dans l'établissement d'assises métalliques à la base du crédit de la Banque. Son crédit à l'extérieur était considéré comme inébrable, puisque ce fût toujours elle qui montra le plus de résistance au cours des crises les plus graves. Même dans ces moments critiques, elle n'a pas manqué de prodiguer ses bons offices pour tirer d'embaras les finances du monde. Il faut rendre hommage à ses chefs, qui, conscients de leur responsabilité devant la nation et imbus de l'idée que le crédit de la Banque est le crédit de la France, ne s'occupaient pas seulement des intérêts des actionnaires, mais de ceux du pays tout entier. Entre cet établissement central et tous les Français, il y a eu en quelque sorte une convention tacite, en vertu de laquelle ces derniers possèdent des actions invisibles, dont les dividendes consistent dans le degré de confiance que le franc inspire sur les marchés extérieurs. En présence de l'affaissement du change français survenu dans les premiers mois de 1915, on n'aurait pu songer à se passer de son aide. Il a fallu porter atteinte à son encaisse métallique; il a fallu ouvrir largement les portes de

¹ Rapport de l'Administration des monnaies et médailles, 1913-1914, Annexes XIII, p. 81.

son caveau, tenues jalousement fermées, afin de sauvegarder la valeur internationale de la monnaie française.

La tension des changes anglais et américain a jeté un trouble profond dans les milieux financiers et commerciaux. La vulgarisation de la devise anglaise dans le monde entier a fait de Londres un Clearing House pour la compensation des dettes et des créances de tous les pays. Les lettres de change payables à la Cité s'escomptaient dans toutes les institutions de crédit et les portefeuilles bourrés de ces valeurs équivalaient à des coffres remplis d'or.

Ce nouvel état du change français coïncidait avec un recul sensible de la livre sterling sur le marché de New-York. Les ventes considérables opérées au Stock Exchange de Wall Street sur l'ordre des banquiers de Londres, n'ont pu arrêter cette détérioration de la devise anglaise. Les Anglais, qui sont très sensibles aux mouvements du change et qui sont demeurés fermes dans leur résolution de maintenir le Gold Standard de la livre pendant la guerre, avaient besoin de sommes énormes en or pour faire face à leurs règlements aux Etats-Unis. Après une opération que le Gouvernement britannique a faite avec la Russie et qui lui a procuré 8 millions de livres sterling, dont la contre-partie consistait dans une ouverture de crédit de 12 millions de livres, réalisable par l'escompte de bons du Trésor russe, il s'est mis d'accord avec le Trésor français pour aboutir à une combinaison du même genre.

Aux termes d'un arrangement conclu le 30 avril 1915, entre les Gouvernements français et anglais la Banque de France, vendait à la Banque d'Angleterre 500 millions de francs en or, livrables par des envois graduels, échelonnés pendant six mois et dont la contre-partie consistait dans l'ouverture d'un crédit triple. Ce crédit se réalisa sous la forme de l'engagement pris par la Banque d'Angleterre d'accepter 1.500 millions de francs de bons du Trésor français, remboursables un an après la conclusion de la paix et devant produire un intérêt égal à celui que le Gouvernement britannique paierait pour ses propres bons du Trésor. D'autres arrangements ont été conclus, et, au total, les ventes d'or en Angleterre se sont élevées jusqu'au mois d'avril 1916 à 35 millions de livres sterling.

Ces mesures offraient des avantages réciproques. La Banque de France a procuré à son alliée un appui appréciable pour le maintien du crédit anglais sur le marché de New-York. D'autre part, en stabilisant ainsi la valeur du franc par rapport à la livre sterling, la France profitait de la position favorable de la livre par rapport au dollar.

C'est au mois de mai 1915 que les bilans de la Banque de France enregistrent une diminution notable de son encaisse métallique. Le 14 mai, elle accuse une réduction de 212 millions de francs; cela correspond à une augmentation de l'encaisse de la Banque d'Angleterre se rapprochant de ce chiffre. Le bilan de cette dernière marque en effet

le 12 mai, une augmentation de 183.115.000 francs. Cette nouvelle destination donnée à l'or, a motivé le décret du 3 juillet 1915, qui prohibe l'exportation de l'or autrement que par les soins de la Banque de France. En même temps, M. Ribot, alors ministre des Finances a écrit au Gouverneur de la Banque de France une lettre fort digne, où il propose d'ouvrir un Livre d'Or pour y inscrire les noms de ceux qui apporteront de l'or à la Banque de France et de délivrer à ces personnes un billet de civisme. Les Français ont répondu à l'appel qui leur était adressé avec un élan patriotique digne de tous les éloges et qui témoigne de la haute conscience de ce peuple, de son empressement à venir en aide à la patrie.

Dans la première semaine de juillet, on reçut 13 millions de francs, dans la deuxième 41 millions, dans la troisième 64 millions, dans la quatrième 78 millions, dans la cinquième 92 millions, dans la sixième 100 millions, Au bout de quinze semaines, le total des versements était de 895 millions, soit, le double de ce que la Reichsbank avait reçu dans la même période. En 1915, le public français a apporté chaque semaine en moyenne 26 millions d'or. Depuis le début de la guerre, jusqu'au mois d'avril 1917, les versements se chiffrent à une somme qui dépasse 2 milliards. Il est clair que ces apports libres ont facilité la politique régulatrice de la Banque de France dans le domaine du change.

Ces premiers arrangements, qui ont entamé

l'encaisse de la Banque de France, ont provoqué de nombreux commentaires; ils ont même parfois été critiqués malgré le montant élevé des disponibilités qu'ils ont permis d'obtenir sur le marché de Londres. Certains esprits, hantés par l'accroissement de la circulation fiduciaire, se sont alarmés de l'affaiblissement de l'encaisse. Ils auraient voulu que l'on convertisse le trésor de guerre en trésor de paix; ils soutenaient que le rétablissement normal du mécanisme des échanges et que le maintien de la valeur du billet inconvertible, nécessitaient la possession d'une réserve puissante d'or. Il faut rendre justice à ces arguments théoriques, mais il ne faut pas oublier que la pression des besoins ne peut susciter de miracles dans le domaine du crédit international et que, le cas échéant, à défaut d'autres possibilités, elle oblige à recourir à des mesures présentant quelques périls. D'ailleurs, les envois d'or en Angleterre, à titre de cession définitive, n'ont été pratiqués que jusqu'en avril 1916: le prêt a été depuis substitué à la vente. L'initiative de cette mesure appartient à l'ancien gouverneur de la Banque de France, M. Pallain. C'est le bilan du 8 juin 1916 de la Banque de France, qui a publié pour la première fois dans le compartiment de l'« encaisse en banque », l'article « or à l'étranger ». Sous cette nouvelle forme, entre le mois d'avril 1916 et le mois d'avril 1917, 77 millions de livres sterling ont été mises à la disposition de la Banque d'Angleterre. Le total de l'or envoyé en Angleterre à titre de vente et de

prêt, s'élève donc jusqu'en avril 1917, à 2.840 millions de francs et le change obtenu en contre-partie à près de 9 milliards de francs.

Le rapport existant entre ces expéditions d'or et les oscillations des cours du change ne se remarque pas d'une manière tout à fait directe. C'est ainsi qu'en mai 1915, c'est-à-dire à un moment où les envois d'or étaient très importants, on constata un affaissement du change français. Cependant, il faut reconnaître que l'amélioration qui s'est produite dès le mois d'avril 1916 a été surtout due à l'or. Pendant les cinq premiers mois de cette année, la Banque de Francs a envoyé à l'étranger une quantité d'or (550 millions) qui dépasse celle qui avait été envoyée pendant l'année 1915 toute entière.

Pour constater une action réelle et bienfaisante de cette émigration du métal jaune, il faut envisager le marché des changes pendant une période assez prolongée. Il est incontestable que 9 milliards d'instruments de change inscrits au crédit du Trésor Français ont constitué un élément régulateur du change et particulièrement de la livre sterling et du dollar. C'est à l'action de cet élément qu'il faut attribuer pour une large part la stabilisation des devises américaine et anglaise dès le début d'octobre 1916.

On a indiqué plus haut que la France du mois de mai 1915 au mois d'avril 1917, avait eu un déficit commercial dépassant 20 milliards; on voit que l'or envoyé à l'étranger a fourni des moyens de

compensations qui représentent presque la moitié de ce déficit.

Conséquences de la politique des envois d'or aux Etats-Unis; emprunt franco-anglais. — Le marché de Paris, qui était avant la guerre essentiellement cosmopolite, est devenu pendant la guerre essentiellement national. Une transformation opposée s'est produite dans les conditions d'existence du marché de New-York, dont la position débitrice et nationale avant les hostilités, s'est graduellement effacée pour devenir créditrice et internationale. Cette modification rapide, amenée par l'essor prodigieux des exportations américaines, a influé sur l'esprit de ces milieux financiers d'au-delà de l'Atlantique, auxquels allait être dévolu un rôle nouveau. Les belligérants, en présence de leurs dépenses formidables et de la nécessité de recourir aux produits américains, ont tourné leurs yeux vers la patrie de Washington et ont déployé leur activité pour s'assurer des disponibilités sur le marché de New-York. Devant cette demande si pressante de capitaux et de crédits, le président Wilson, soucieux de maintenir la neutralité, s'est efforcé au début de la guerre, d'écarter des marchés américains les emprunts des Etats en conflit, en s'opposant à toute émission publique. Par là, il ne sauvegardait pas seulement un principe de droit international public, mais traduisait une fois de plus cet état d'esprit des milieux financiers peu accoutumés à accorder leur concours au vieux cou-

tinent. Les premières opérations de crédit qui ont été effectuées aux Etats-Unis, ont été envisagées comme des affaires d'ordre privé.

Une politique transatlantique s'imposa afin de vaincre la résistance que les communautés financières de l'Amérique du Nord opposaient à l'idée même de crédit international. C'est l'Angleterre, trésorière des alliés, qui était la mieux placée pour entreprendre une tâche pareille, dans le but d'utiliser le stock énorme de capitaux qui flottait sur les marchés américains. Aidée largement par la France, elle a résolument inauguré la politique des envois d'or aux Etats-Unis; c'était une offensive énergique qui devait finalement aboutir à inonder de métal jaune la place de New-York et dont l'effet immédiat devait consister dans l'amélioration du change anglais. C'est ainsi qu'on a été amené à l'utilisation collective des réserves métalliques des alliés.

C'est dans le second semestre de l'année 1915 que New-York devient le grand centre d'attraction de l'or. D'après les statistiques officielles¹, les Etats-Unis ont reçu dans cette année 1915 452 millions de dollars, dont 307.000.000 de juillet à décembre. Dans le premier semestre de 1916, ce mouvement se ralentit, mais, dès le mois de juin, il reprend et s'accroît les mois suivants. Au total, les entrées de 1916 s'élèvent à 686.000.000 de dollars.

¹ Jules Décamps: *L'or et les règlements internationaux pendant la guerre*, p. 31.

Enfin, dans le premier trimestre de 1917, le chiffre des importations d'or est encore de 300.000.000 de dollars. En somme, du mois d'août 1914 au mois d'avril 1917, les Etats-Unis ont reçu près de 1 milliard 500.000.000 de dollars or, soit 7 milliards et demi de francs. Si on ajoute le stock métallique que les Etats-Unis possédaient avant la guerre, le chiffre obtenu représente plus du tiers du stock mondial d'or.

Les envois de l'Angleterre et de ses colonies représentent un peu plus de 80 % des importations de 1915, 95 % de celles de 1916 et presque toutes les entrées du premier trimestre de 1917. Il est manifeste que l'Empire britannique, malgré sa production d'or, qui représente environ les deux tiers de la production mondiale, n'aurait pu faire face à cette énorme aspiration de métal jaune par l'Amérique, si elle n'avait obtenu les 2.840 millions que lui a envoyés la France, et le stock d'or de plus d'un milliard que la Russie et l'Italie ont mis à sa disposition en vertu d'arrangements de crédits.

Cette avalanche métallique, saluée au début avec une explosion de joie dans les milieux financiers américains, a fini par être considérée comme un véritable danger. Le marché de New-York, malgré sa capacité d'absorption considérable, semblait commencer à être aux prises avec une pléthore monétaire à cause de cette saturation d'or. Il ressemblait à ces malheureux condamnés, auxquels les inquisiteurs espagnols au Moyen-Age infli-

geaient le supplice de l'eau. Déjà au mois d'août 1915, un banquier de New-York déclarait au *New-York Times* : « Je considérerais comme une calamité nationale de nouvelles importations d'or considérables »¹. Une tactique défensive a spontanément dû être envisagée, dans le but d'établir une barrière à cette immigration d'un sujet qui paraissait devoir être assimilé à un « indésirable ».

La haute finance américaine fût amenée à comprendre qu'un appui financier plus large aux alliés constituait une nécessité d'ordre public. On ne pouvait pas arrêter les exportations des Etats-Unis sans provoquer une crise générale. Les industries qui battaient leur plein et les stocks considérables accumulés en prévision des demandes continuelles et progressives de l'Europe, supposaient un écoulement inentravé et prolongé des produits vers le vieux monde. Or, pour permettre aux alliés de payer il faudrait forcément leur consentir des crédits et c'est en effet à ce genre d'opération, que les banques américaines ont eu recours pour limiter des entrées d'or et assurer à la production nationale des débouchés abondants. Cette détermination correspondait parfaitement aux buts visés et aux vœux formulés par la France et l'Angleterre ; elle n'a pas manqué d'être mise rapidement à exécution.

Déjà en septembre 1915, une commission franco-

¹ « La question du change américain et la Conférence de Boulogne », *Le Pour et le Contre*, 29 août 1915.

anglaise à la tête de laquelle se trouvait Sir Edward Holden fut envoyée aux Etats-Unis pour étudier les conditions des ouvertures de crédits. Le premier résultat obtenu fut la conclusion de l'emprunt conjoint franco-anglais qui portait sur une somme de 500 millions de dollars. Cette opération consistait dans une émission de titres 5 %, remboursables dans un délai de cinq ans. L'emprunt était pris ferme par un syndicat constitué par MM. Morgan et Cie et par un groupe de banquiers américains comprenant des représentants de tous les centres d'affaires des Etats-Unis. Ces obligations, émises avec la garantie solidaire des deux nations, étaient cédées au Syndicat à 96 % et devaient être placées dans le public à 98 %. Les souscriptions du syndicat furent closes le mardi 5 octobre 1915. C'est seulement le 14 octobre que l'emprunt fut offert au public à concurrence de 200 millions de dollars, le surplus étant conservé par le syndicat comme placement permanent. C'était une sage mesure qui tenait compte de la mentalité des capitalistes américains, peu enclins à participer à des placements extérieurs à longue échéance. Bien que la tranche offerte au public ait été couverte plusieurs fois, un correspondant de New-York n'a pu s'empêcher de constater : « When the anglo-french 5's were first offered, the banking community threw up their hands in horror at the absurdity of trying to place an issue of 500,000,000 dollars. A month was given to the campaign and it proved to be none too success-

ful »¹. Nous ajoutons qu'il était signalé que les Gouvernements français et anglais à l'occasion de la Conférence financière de Boulogne tenue en août 1915, avaient pris la décision d'envoyer, d'un coup, chacun un milliard en or aux Etats-Unis, en cas de refus des crédits sollicités.

Malgré ces symptômes d'indécision, les Etats-Unis ont répondu largement aux appels des Alliés et leur ont ainsi permis d'améliorer les conditions de leur change. C'est notamment l'émission de bons à court terme qui a rencontré la plus grande faveur auprès du public américain. L'émission de bons à long terme ne fut pas accueillie avec le même empressement. Une décision du Bureau de la Réserve fédérale, prise en novembre 1916, engageait même les banques de réserve à ne consentir que dans une mesure très limitée, des avances à long terme aux Alliés. Cette mesure a soulevé des critiques justifiées et vers le 20 décembre 1916, M. Harding, alors gouverneur du Federal Reserve Board, a annoncé que décidément le Bureau ne voyait aucun inconvénient à ce que l'Amérique consentit en 1917 des avances à l'étranger sous forme de bons à long terme.

L'utilisation des valeurs mobilières et les ouvertures de crédit. — Pendant la période précédemment étudiée, c'est surtout sous forme de réalisations que les opérations sur les valeurs mobilières

¹ *The Economist*, I^{er} semestre, 1918, p. 978.

ont eu un rôle important ; dans la période que nous envisageons maintenant, les valeurs mobilières ont été surtout utilisées comme gage. Elles ont permis à la France d'accroître ses ressources en instruments de change et de soutenir ainsi, dans la mesure du possible, le cours de sa monnaie nationale. Dans un de ses discours, M. Lloyd George a constaté que l'Angleterre était en mesure de poursuivre la guerre cinq ans et la France deux à trois ans, en se servant de leurs créances sur l'étranger. En rappelant cette affirmation, on doit mentionner que l'Angleterre elle-même en avait dans quelques mesures limité la portée, en suspendant les négociations à la Bourse de Londres des valeurs internationales. En outre, une partie importante du portefeuille français consistait en titres dont la réalisation ne pouvait alors être envisagée. Donc il est légitime de constater que le stock des titres extérieurs détenus en France, a rendu des services qui sont loin d'être en rapport avec l'importance des capitaux français à l'étranger ¹.

Lorsque la perte du change français a continué

¹ Les cadres de notre étude ne nous permettent pas d'étudier la politique financière des Etablissements de crédit en France dans le domaine des placements extérieurs et du commerce international. Nous rappelons seulement la fameuse discussion entre Lysis et Testis. V. Lysis : « L'oligarchie financière en France » ; M. Charpentier : « Le rôle du crédit dans le commerce d'exportation », *Thèse*, Bordeaux, 1912 ; M. Brion : « L'exode des capitaux français à l'étranger », *Thèse*, Nancy, 1912.

de s'aggraver, M. Ribot, alors ministre des Finances, a eu l'idée d'utiliser ce réservoir de disponibilités sur l'étranger et, au mois de juin 1915, a proposé aux capitalistes français l'achat par l'Etat des obligations de diverses grandes compagnies américaines de chemins de fer. Ces achats visaient d'abord les obligations 3 3/4 % de la Compagnie Pennsylvania et les obligations 4 % Chicago-Milwaukee, puis les obligations 4 % du Central Pacific et les obligations 4 % du New-York, Haven and Hartford.

Contre dépôt d'obligations des deux premières compagnies, une ouverture de crédit fut obtenue au mois de juillet 1915 par l'intermédiaire de la maison Rothschild, de Paris. Cette banque emprunta à 5 % pour une période d'un an, 50 millions de dollars, mis à la disposition du Gouvernement français, qui devait s'en servir pour faire face à ses obligations commerciales aux Etats-Unis. Les prêteurs comprenaient un groupe de banques ayant à sa tête Morgan et C^o, la National City Bank, la First National Bank, la Garanty Trust, la National Bank of Commerce. Au bout d'un an les titres déposés ont été rachetés par les compagnies.

C'est une des premières combinaisons dans lesquelles les valeurs extérieures aient joué le rôle de gage en vue de fournir des instruments de change sur les marchés de New-York.

Cette mobilisation partielle des titres internationaux dont la valeur ne faisait aucun doute, est

devenue générale en 1916. C'est pendant cette année que cette catégorie de créances a été le plus utilisée. Les Anglais ont fini par comprendre la nécessité de rendre accessible le Stock Exchange aux capitalistes français désireux de réaliser leur portefeuille. Un règlement décrété en Angleterre au début de la guerre, prescrivait que la livraison d'aucune valeur ne pourrait être faite à la Bourse de Londres, à moins que cette livraison ne fut appuyée de la déclaration d'un banquier, d'un agent de change ou d'une personne responsable, certifiant non seulement que les valeurs offertes n'avaient pas été, depuis l'ouverture des hostilités, propriété de sujets d'un Etat ennemi, mais que, depuis le 30 septembre 1914, elles étaient restées en la possession réelle de sujets britanniques. Ce règlement empêchait la France d'apporter sur le marché de Londres ses valeurs internationales. A la suite d'un accord intervenu entre les Gouvernements français et anglais au mois de février 1916, il fut convenu que les possesseurs français auraient libre accès au Stock Exchange par l'intermédiaire de la Banque de France, mais sous certaines conditions destinées à garantir à nos Alliés que les titres présentés appartenaient à des Français. Un service a été immédiatement organisé à Paris par la Banque de France pour recevoir directement les ordres de vente, centraliser ceux que transmettraient les comptoirs de province et surveiller l'exécution de ces ordres. Peu après, l'activité de ce service était étendue aux négociations

sur la plupart des places neutres d'Amérique et d'Europe.

En même temps, les Gouvernements français et anglais ont imaginé une combinaison de prêt de titres, offerte aux porteurs qui n'étaient pas disposés à se dessaisir de leur portefeuille sur l'étranger. M. Ribot, suivant l'exemple donné par l'Angleterre, a eu recours à ce nouveau procédé, qui permettait à la fois au Trésor d'utiliser les titres prêtés et aux porteurs de conserver la libre disposition de ces titres. Le *Journal officiel* du 5 mai 1916 a fait connaître les conditions de ces prêts à l'Etat. Les porteurs auraient le droit de demander des certificats négociables en bourse, leur permettant une réalisation immédiate. Etant donné que ces valeurs étaient destinées à être mises en gages pour les avances consenties aux pays neutres et que, la faculté de réalisation est toujours une condition, *in extremis*, du gage, le Trésor français se réservait le droit de vendre, le cas échéant, tout ou partie des titres déposés. Au cas de vente par l'Etat, le prix payé aux propriétaires serait fixé par le ministre des Finances ou, si le vendeur le préférait, conforme au cours le plus élevé du trimestre ayant précédé l'utilisation de la faculté d'achat. La combinaison était avantageuse pour le prêteur, puisque, au surplus, il recevait une bonification immédiate et un intérêt supplémentaire.

Les titres dont le prêt était recherché, étaient ceux des emprunts d'Etat des pays suivants: Da-

nemark, Norvège, Suède, Hollande, Suisse, Espagne, République Argentine, Brésil, Uruguay, province de Québec, Egypte. Diverses valeurs industrielles étaient outre comprises sur la liste de ces titres; on doit citer parmi elles notamment les actions du canal de Suez. Une deuxième liste de titres comprenant des valeurs des Etats-Unis et du Canada a été jointe à la première par un décret du 24 mai 1916. L'appel ainsi adressé aux capitalistes a été compris dans une mesure appréciable puisque, en 1916, le Gouvernement avait récolté pour près de 2 milliards de fonds d'Etat et d'entreprises étrangères, chiffre important en lui-même, mais faible par rapport aux 40 à 45 milliards de capitaux français placés en dehors.

Cette mobilisation des valeurs internationales de premier ordre a permis d'entrer résolument dans la voie des ouvertures de crédit. Une mission spéciale de la Banque de France et de la Chambre de compensation de Paris, a abouti, en mai 1916, à des ouvertures au profit du commerce français sur nantissement de titres hollandais et d'autres valeurs neutres. Les crédits ainsi obtenus se sont élevés à 50 millions de dollars.

La plus importante opération de ce genre dans laquelle le Trésor français ait joué le principal rôle, fut effectuée au mois de juillet 1916, par l'intermédiaire de l'« American Foreign Securities Company », organisme créé spécialement à cet effet sous la présidence de M. Bacon, ancien ambassadeur des Etats-Unis à Paris. L'Américan Fo-

reign Securities C^o a émis pour 95 millions de dollars d'obligations 5 % à trois ans, garanties par le dépôt d'une partie des titres empruntés par l'Etat. A l'échéance, le syndicat se réservait la faculté d'accepter en paiement des obligations 5 % souscrites par le Gouvernement français et devant venir à échéance dans vingt ans au plus tard.

L'attention de la majeure partie des intéressés était dirigée vers les marchés de New-York et de Londres, sur lesquels la stabilisation des changes présentait une urgence toute particulière. Mais on ne pouvait pas négliger les changes des autres pays neutres, par rapport auxquels le change français était en état de faiblesse prononcée. C'est ainsi que des opérations analogues à celles qui viennent d'être rappelées ont été effectuées en Espagne, en Suède et en Norvège.

En Espagne, pays qui a rapatrié la plus grosse partie de sa dette extérieure, un crédit avait été obtenu sur dépôts de valeurs espagnoles, notamment de titres des compagnies de chemins de fer du Nord de l'Espagne et Madrid, Saragosse, Alicante; en ce qui concerne ces dernières valeurs, le crédit pouvait s'élever à 80 millions de pesetas; il était remboursable dans un délai de dix-huit mois, mais des renouvellements successifs ont eu lieu par la suite.

Deux opérations analogues ont été conclues en 1916 en Suède et en Norvège entre des groupes de banques de ces pays et un groupe de banques françaises. Les crédits s'élevaient à 40 millions de cou-

ronnes en ce qui concerne la Suède et à 25 millions en ce qui concerne la Norvège. L'un et l'autre ont été effectués sur dépôts de valeurs suédoises et norvégiennes.

Les ouvertures de crédit n'ont pas été consenties exclusivement contre nantissements de valeurs mobilières. Les bons du Trésor français ont également été utilisés pour ce genre d'opérations; ils l'ont été notamment au cours de l'année 1916 en garanties d'avances consenties par des maisons américaines d'exportations. On peut citer comme exemple, l'ouverture de crédit du 25 novembre 1916 pour le compte de certaines compagnies françaises de chemins de fer ayant à régler des achats de matériel aux Etats-Unis. Le mécanisme de cette dernière opération est particulièrement ingénieux¹. La compagnie qui bénéficie du crédit obtenu, achète des bons et les dépose à la Banque de France, jusqu'à concurrence du montant de l'achat, au bénéfice de la « National Bank of Commerce ». Puis elle tire des acceptations à 90 jours sur la National Bank of Commerce, laquelle escompte ces traites sur le marché et avec l'argent touché paie les achats. Les 90 jours expirés des renouvellements successifs (cinq au maximum) peuvent intervenir, ce qui porte le règlement définitif à 18 mois. Passé ce délai, les chemins de fer vendent les bons déposés et avec le produit de la

¹ « L'effort financier de la France », Germain Martin, *Rev. d'Econ. Pol.*, janvier, février 1917.

réalisation ils s'acquittent de leurs dettes à l'égard des Etats-Unis, si le taux du change est favorable. Sinon les compagnies obtiendront de l'or de la Banque de France pour faire face à l'échéance. On voit que la Banque de France joue en quelque sorte le rôle d'aval et que c'est grâce à son intervention que des opérations semblables ont été possibles.

Par suite de différents arrangements, des bons du Trésor français ont été placés à plusieurs reprises sur le marché de Londres. A titre d'exemple, nous mentionnons l'accord intervenu le 24 août 1916, entre les Gouvernements français et britannique, aux termes duquel ce dernier s'engage à faire escompter par la Banque d'Angleterre des bons français d'une durée de douze mois et renouvelables jusqu'à l'expiration d'un délai de trois ans après la fin de la guerre. A la date du 31 janvier 1917, les bons remis à la Trésorerie britannique s'élevaient à 3.707.768.000 francs et les bons remis à la Banque d'Angleterre par la Banque de France à 1.513.200.000 francs. Des placements importants ont été aussi effectués sur le marché de New-York, notamment par l'intermédiaire de la maison Morgan et C^o.

Nous rappelons qu'un consortium de banques américaines a consenti (1916) une avance de 100 millions de dollars au Trésor français, qui a émis jusqu'à concurrence de cette somme des obligations à 5 %, convertibles et venant à échéance le 1^{er} avril 1919.

En dehors ces crédits dont l'ouverture suppose, soit l'émission de titres publics, soit un gage en valeurs mobilières, la nouvelle loi américaine sur les banques de réserve fédérales en prévoyant la possibilité de règlements internationaux par voie de tirages d'acceptation, a permis la réalisation d'un genre de crédit international, surtout développé jusqu'alors sur le marché de Londres. Les banques de réserve fédérales étaient autorisées à escompter des acceptations pourvu que les titres à escompter fussent créés à l'occasion de ventes de marchandises. La Banque de France a suscité une première application positive de ces dispositions par l'ouverture de crédit de 20 millions de dollars (juillet 1915) qui lui a été consentie par la maison américaine Brown Brothers, d'accord avec dix-neuf des principales banques et trust compagnies de New-York. Le crédit a été réalisé par des tirages d'acceptation à 90 jours de vue, contre promesse de la Banque de France d'assurer la couverture en or à l'échéance, si les autres moyens de change faisaient défaut. Le crédit était renouvelable; il a été graduellement porté à 45 millions de dollars. Le renouvellement fut surtout facilité par un nouveau règlement du Conseil de réserve fédérale en date du 7 septembre 1915, qui autorisait sous certaines conditions le réescompte des renouvellements. La même combinaison a été effectuée dans le premier semestre de 1916, en ce qui concerne le crédit W.-P. Bonbright et C^o de 15 millions de dollars, renouvelables trois fois, ce qui

donnait au crédit une durée d'une année. Plusieurs opérations ont été effectuées sous forme d'acceptations entre Paris et Londres.

Pour diversifier la nature des placements américains, le Trésor français a eu l'idée heureuse de recourir à des institutions nationales jouissant d'un crédit propre. C'est ainsi que la ville de Paris a obtenu au mois de juillet 1916 un crédit de 50 millions de dollars et que les villes de Lyon, de Bordeaux et de Marseille ont emprunté chacune au mois de novembre 1916, 20 millions de dollars. Les crédits ainsi consentis sur le marché de New-York ont été rétrocédés au Trésor.

On a calculé que le total des crédits consentis par les Etats-Unis à la France jusqu'au mois d'avril 1917, atteignaient presque la somme de 4 milliards de francs. Déduction faite des remboursements et conversions, la France était à cette date redevable à l'égard des banques américaines seules de près de 3 milliards et demi de francs au pair.

TROISIEME PERIODE
AVRIL 1917-JUILLET 1919

Physionomie générale du marché des changes; — La politique interventionniste en matière d'importation; — Réglementation et régularisation du marché des changes; — L'appui financier des Etats-Unis et la continuation de la politique des ouvertures de crédit.

Physionomie générale du marché des changes.

— Le début du mois d'avril 1917 marquera, dans les annales du change français, pendant la guerre ¹. Les grands événements qui allaient se dérouler à la suite du discours prononcé par le président Wilson le 2 avril 1917 au Congrès américain, qui annonçait une intervention énergique des Etats-Unis dans le conflit européen, devaient profondément impressionner la cote des changes et provoquer immédiatement une amélioration du change français. « L'état de guerre entraînera notre collaboration étroite avec les autres Gouvernements contre l'Allemagne, sous forme d'appuis finan-

¹ « La crise des changes et l'intervention américaine », *Le Pour et le Contre*, 10 juin 1917,

ciers très étendus... », déclarait le Président de la grande République. Cette perspective a suffi pour modifier momentanément l'atmosphère de dépression, dans laquelle le change français se débattait depuis longtemps. Il va sans dire que c'est sous l'influence de l'aiguillon psychologique que cette réaction survenait : c'est lui qui a déterminé à la fois une restriction de la demande dans l'espoir que les cours se modifieraient et une offre plus abondante pour la même raison. Ce relèvement du change français coïncidait avec une baisse des changes allemand et autrichien. A la Bourse de Genève, ils cotaient respectivement le 3 avril 77,50 et 47,75, cours les plus bas que ces deux devises eussent atteint depuis l'ouverture des hostilités. En même temps, elles ont cessé d'être cotées sur le marché de New-York, à la suite de la liquidation des crédits allemands, imposée dans un but patriotique par les Banques américaines, et notamment par la National City Bank of New-York et par la Guaranty Trust Co.

Mais le poids considérable des obligations extérieures de la France, n'a pas tardé à reprendre une influence dominante sur le marché et à mettre fin à cette lueur de prospérité du change français. Le tableau ci-dessous reproduit, accuse un relèvement temporaire du change français par rapport aux devises neutres et plus particulièrement à la livre et au dollar.

Cours officiels à Paris du change sur :

	29 Mars	19 Avril	31 Mai
Londres	27,79	27,18	27,15 1/2
New-York	583 1/2	570	570
Espagne	630	618 1/2	654 1/2
Hollande	236 1/2	234	235 1/2
Suède	175	171	172
Norvège	174	167	168 1/2
Danemark	168 1/2	162 1/2	164 1/2
Suisse	116	111 1/2	113 1/2
Portugal	360	355	360

Il ressort de ce tableau que deux des plus importants compartiments de la cote, à savoir les devises anglaise et américaine, après avoir reculé, ce sont stabilisées à des cours qui correspondaient à ceux cotés au mois d'août 1915. C'est un exemple saisissant des avantages que les palliatifs empiriques et surtout les ouvertures de crédit peuvent offrir en vue de la stabilisation du change et une preuve palpable des efforts qui ont été faits dans cet ordre d'idées. C'est un des plus importants résultats que le Trésor français ait obtenus par son intervention sur le marché des changes. En effet, le taux du change de la livre sterling 27,15 1/2 et celui du dollar 5,70, sont demeurés officiellement immuables, jusqu'en octobre 1918 et en ont bénéficié tous ceux qui ont pu produire des justifications de besoins commerciaux. Il est à noter, que pendant une période, relativement longue, il subsista une disparité entre ces cours fixes et ceux des tran-

sactions libres. Cette différence s'est aggravée surtout en juillet et en août 1917; à cette époque, le chèque sur Londres dans la coulisse se négociait à 27,50 et le dollar à 5,67. Cet état de discordance, plus ou moins sensible, intermittent, se prolonge jusqu'en avril 1918. Dès lors, s'ouvre une période de stabilisation et les cours du marché libre correspondent exactement aux cours de la Banque de France. Cette harmonie a duré jusqu'au mois d'octobre; dès lors pour enlever tout caractère arbitraire aux taux du change de la livre et du dollar, la cote officielle a été établie en concordance complète avec les cours libres.

Cette mesure, qui coïncide avec des événements militaires de premier ordre, détermine l'abaissement graduel de ces deux devises dans les pays alliés. A la veille de l'armistice, elles se négocient respectivement à 25,97 1/2 et 5,45: la prime de la première est de 2,99 %, celle de la seconde de 5,21 %. A la fin de l'année 1918, le Trésor français a dû intervenir sur le marché pour enrayer cette baisse.

Au début de 1919, le marché présente un calme qu'on n'avait jamais vu depuis le mois de juillet 1914. Après une période d'indécision en février et au commencement de mars, dans la seconde moitié de ce dernier mois, il survint une perturbation, jetant le désarroi le plus complet dans tous les cours. La cessation de l'intervention du Trésor français sur le marché des changes est devenue un fait connu. Ne pouvant se soutenir par ses seules

forces, le marché est tombé dans une véritable anarchie. En trois séances, la livre sterling a été portée à 27,80 et cette hausse a entraîné celle du dollar. Le 1^{er} juillet 1919, la devise anglaise enregistre une prime de 18,07 % et le dollar une prime de 24,84 %.

Du tableau que nous venons de reproduire, il résulte que les changes neutres, après avoir subi un recul, se sont resaisis et dirigés de nouveau vers une ascension graduelle. Leur tension est devenue générale et s'est particulièrement aggravée dès le second semestre de 1917.

Au mois de mai 1917, l'intérêt du marché était concentré sur la peseta dont la hausse s'est accentuée de façon tout à fait anormale. C'est le change espagnol qui fut le moins sensible aux répercussions favorables de l'intervention des Etats-Unis. On donne comme explication de ce fait l'importance des achats effectués à cette époque pour compte du Gouvernement français en Espagne. Le cours de 683 1/2, atteint le 14 juin constitue un record. Une réaction devait logiquement suivre une avance pareille. Après avoir été ramené, fin août, au cours de 637, le change hispano-français se redresse et fin 1917, il enregistre une prime de 38 %. L'année suivante son progrès ne s'arrête pas et fin juin 1918, la prime n'est pas inférieure à 40 %. Grâce aux mesures énergiques prises par les Alliés pour réfréner cette hausse, le change espagnol, à la fin de l'année 1918 retrouve les cours correspondant à ceux qui avaient été cotés au dé-

but d'août 1915. Au mois de février 1919 il reprit sa marche et le 1^{er} juillet de cette même année son cours lui réservait une prime de 36 %.

Le florin hollandais et le franc suisse ont vécu aussi des moments de progrès et de réaction. Fin octobre 1917, le change suisse bénéficie d'une prime de 27 % et le change hollandais, dont la baisse graduelle a été notée dans la période immédiatement antérieure à celle que nous étudions en ce moment, se relève dès le mois de mai 1917 et se négocie avec prime de 21,3 %. Ces primes sont atteintes pour la première fois. La devise hollandaise a perdu par la suite sa position élevée, tandis que la devise suisse conservait une prime importante et progressait même légèrement. A partir de la deuxième moitié du mois de mars 1918, la devise hollandaise, non seulement regagne le terrain perdu, mais réalise de nouveaux progrès qui se traduisent en juin par une prime de 43 à 44 %. La prime la plus forte est celle du mois d'août (45 %). Au même moment, le change suisse jouit d'une prime de 43 %. C'est l'apogée de ces deux devises qui ont marché presque solidairement. Fin 1918, les primes se sont affaïssées pour la Suisse à 13 % et pour la Hollande à 11 1/2 %. Dès le mois de février 1919, ces devises suivent le mouvement général et le 1^{er} juillet la perte du change français est par rapport à la Hollande 28,65 % et par rapport à la Suisse 26,50 %.

Il est curieux de passer en revue les bonds fantastiques des devises scandinaves. Au mois d'oc-

tobre 1917, le Danemark gagne 47 %, la Norvège 48 % et la Suède 70 %. Le 8 novembre, la devise de ce dernier pays fait une prime de 79 %. C'est au début de ce mois que les changes scandinaves ont atteint leur point culminant. Fin 1917, le Danemark fait 34 % de prime, la Norvège 39 % et la Suède 40 %. C'est aux alentours de ces cours que les changes scandinaves se négocient dans les sept premiers mois de 1918. Au mois de septembre, ils commencent de reculer et fin 1918 leurs primes sont respectivement de 6,5 %, de 10,8 % et de 17 %. En 1919, cette baisse se prolonge et provoque une restriction dans les opérations traitées avec ces pays, de sorte que les compartiments qui les concernent sont souvent vides. Le 13 mars 1919 n'indique que 3 % de prime pour le Danemark et 7,6 % pour la Norvège. La Suède n'est pas cotée mais, d'après les cours précédents, sa prime est légèrement supérieure à 10 %. A partir de ce moment, l'ascension recommence et le 1^{er} juillet, la prime de la Suède est de 19,52 %, celle de la Norvège de 17 % et celle du Danemark de 11,06 %.

La devise italienne, qui a marqué une reprise au mois de février 1917, accentue ce mouvement dès le début du mois d'avril. Mais le ralentissement de ses progrès s'est fait vite sentir. Sa position s'aggrave notamment au mois d'octobre et de novembre. Fin 1917, le franc enregistre une prime de 32 % ; cette prime atteint 37 % l'année suivante, dans la première moitié du mois de mars. L'entrée en fonction, le 11 mars, de l'Institut national

italien des changes, a été saluée par une amélioration sensible de la lire sur tous les marchés. Pendant les semaines suivantes, le change italien accuse de nouveau de la faiblesse, qui s'exprime par les cours de 62 1/4 à 64 1/4. Au mois de mai, la perte est de 38 % et au mois de juin de 41 %. C'est le niveau le plus bas auquel la lire ait été cotée pendant la guerre. Le mois d'août commence avec une hausse sensationnelle de la lire. Son cours jusqu'en mars 1919 tend à se stabiliser aux alentours de 85. Ensuite son cours oscille et le premier semestre 1919 se termine avec une perte de 20 % pour le change italien.

Le rouble qui, à la fin de mars 1917, avait été coté à 1,66, a subi postérieurement une perte beaucoup plus importante encore; le 29 décembre 1917 il était coté 0,76. Dès lors, le change russe ne sera plus enregistré sur le marché de Paris. Nous notons, en passant que cet état déplorable fut surtout une conséquence des perturbations politiques au milieu desquelles la Russie se débattait depuis le mois de mars 1917.

La politique interventionniste en matière d'importation. — Du 1^{er} juillet 1917 au 1^{er} juillet 1919, le total des exportations françaises s'est élevé au chiffre de 12 milliards et demi, tandis que celui des importations atteignait le chiffre énorme de 59 milliards: la balance commerciale, pendant cette période, a donc laissé la France un solde dé-

biteur de 47 milliards de francs¹. Il ne faut pas omettre de retrancher de ce chiffre le montant des ventes faites aux troupes alliées en France, qui ont dû atteindre plusieurs milliards et qui en fait constituent un genre spécial d'exportation. Malgré cette atténuation, les mouvements du commerce extérieur français restent significatifs et accusent une gravité sans précédent dans l'histoire des échanges internationaux. Il est à peine nécessaire d'indiquer que l'affaissement du change français pendant la guerre n'était que l'une des conséquences essentielles de cette perturbation dans les courants commerciaux. Ce qui donnait un caractère encore plus aigu à cette crise, c'était, d'une part, la difficulté matérielle de ranimer la production nationale et, d'autre part, la nécessité de consommer improductivement les produits importés.

C'est cette situation qui a amené le Gouvernement français à adopter une politique commerciale énergiquement interventionniste. Il ne s'agissait pas là, à proprement parler, d'une politique mercantiliste, puisqu'on ne visait pas la protection des industries nationales, mais la diminution des dettes extérieures et la restriction dans la consommation.

¹« Le commerce extérieur de la France pendant les dernières années de la guerre », J. Cousin : *Economiste Français*, 22 mars 1919.

La cause principale de la crise des changes résidant dans le montant considérable des importations, il s'ensuivait que les moyens auxquels on avait eu recours jusqu'alors n'avaient pu avoir qu'une action limitée. Tout le monde se rendait compte qu'il fallait attaquer le mal dans son origine. La diminution des importations avait été toujours envisagée comme le seul remède efficace et radical à la pénurie des changes étrangers. C'est dans ce but que la loi du 6 mai 1916 a donné au Gouvernement français le pouvoir de prohiber provisoirement, par décret, l'entrée des marchandises étrangères.

Cette loi a donné lieu à un grand nombre de décisions successives qui, dans leur ensemble, accusaient la difficulté de l'œuvre à accomplir et marquaient une tendance graduelle vers un régime prohibitif. Au début, les mesures prohibitives se limitaient à un nombre relativement faible de marchandises; cette première phase, qui va jusqu'en avril 1917, n'a été que le prélude d'une réglementation plus sévère et plus étendue.

En effet, le décret du 22 mars 1917, pose des principes de prohibition énergique. L'article premier de ce décret s'exprime dans ces termes catégoriques: est prohibée l'importation en France ou en Algérie de toute marchandise d'origine ou de provenance étrangère. Cette règle posée, deux atténuations importantes y ont été apportées. D'une part, on a prévu des dérogations générales à la prohibition en faveur de certaines marchandises

indispensables à la défense nationale et dont il y avait pénurie en France. Pour cette catégorie de marchandises, il était décidé que l'entrée serait libre et sans limites. D'autre part, on a prévu des dérogations concernant des produits dont l'importation serait possible seulement jusqu'à concurrence de contingents déterminés d'avance suivant les besoins de la France. « Pour tous les autres articles constituant ainsi la troisième catégorie, c'était la prohibition »¹.

Les dispositions du décret du 22 mars n'ont jamais été intégralement appliquées, à cause des difficultés nombreuses que la détermination des contingents faisait naître. Ainsi, l'arrêté ministériel du 13 avril 1917, en même temps qu'il contenait la liste des marchandises de la première catégorie, a autorisé provisoirement, pour celles de la seconde catégorie, l'entrée libre et illimitée, en attendant que les contingents soient fixés. L'arrêté donne également la liste de la troisième catégorie de marchandises, liste qui est beaucoup plus longue, que celle des décrets de 1916. Mais ici, une innovation est introduite dont il n'est point fait mention dans le décret du 22 mars : des dérogations spéciales et à titre individuel pourront être accordées par un Comité. C'est ainsi, qu'en fait, il ne subsistait que deux catégories de produits :

¹ « La politique française en matière d'importation pendant la guerre », Albert Aftalion, *Rev. d'Econ. Pol.*, 1919, p. 164.

ceux qui pénétraient librement en France de façon illimitée, et ceux dont l'importation, interdite en principe, pouvait faire l'objet d'autorisation spéciales. Cette situation fut consacrée par l'arrêté du 8 septembre 1917, qui supprima la catégorie des produits à contingenter. C'est le dernier grand arrêté paru sur la question; il présente l'avantage de constituer comme une codification de toute la réglementation antérieure.

Il en ressort que la liste des marchandises bénéficiant de dérogations spéciales comprend un nombre de produits qui est faible par rapport à celui des marchandises de la seconde catégorie. Ainsi, la plus grande partie des marchandises est soumise au régime de la prohibition, tempéré par la possibilité de dérogations spéciales. C'est dans ce régime réglementaire, prohibitif en apparence, dépendant en réalité de décisions de comités et de sous-comités de dérogations, que les autorités avaient compté pour réfréner les importations.

Il est certain qu'une diminution des entrées s'est produite à la suite de l'inauguration de cette politique prohibitive. Si l'on prend, afin d'éliminer l'influence des variations de prix, les taux d'évaluation fixés par la commission des valeurs en douane pour l'année 1916 et si l'on procède à la détermination des importations par semestre, on obtient les résultats que voici :

2 ^e semestre 1916.....	12.000 millions	
1 ^{er} semestre 1917.....	10.896	—
2 ^e semestre 1917.....	10.500	—
1 ^{er} semestre 1918.....	7.645	—

Le fléchissement est donc fort sensible. Mais avant de pouvoir dire qu'il est dû à l'action des mesures prohibitives, il faut signaler l'influence notoire, incontestable, des autres facteurs. L'observation des statistiques douanières montre en effet que la réduction a porté non seulement sur les produits atteints par les prohibitions d'netrée, mais aussi sur ceux dont on n'avait jamais songé à entraver les importations : céréales, acier, cuivre, charbon, coton, laine, armes, munitions, etc. Ce recul général des importations a donc été provoqué avant tout par les facteurs qui ont agi sur l'ensemble des transactions commerciales.

Il faut rappeler d'abord la pénurie du tonnage maritime demeuré à la disposition de la France après la recrudescence de la guerre sous-marine, à la suite de l'intervention des Etats-Unis. Point n'est besoin d'insister sur le grave obstacle aux importations françaises, qu'a constitué cette raréfaction du fret, à cause notamment du retrait de la flotte naviguant pour le compte du commerce extérieur français sous pavillon anglais ou neutre. Ensuite, il ne faut pas oublier que les marchés extérieurs se sont graduellement épuisés et que la hausse des prix qui en est résultée, a limité l'activité des importateurs français. Il faut, tenir compte en outre qu'une tension commerciale s'est produite en 1917 et en 1918 entre les Alliés et certains pays neutres, ce qui n'a pas manqué d'amener un ralentissement dans les échanges. Enfin, en ce qui concerne particulièrement les pays neutres,

la baisse considérable du change français en 1917, baisse qui s'est prolongée jusqu'en octobre 1918, a constitué un frein aux importations. Si même l'influence de ce phénomène ne s'est pas manifestée davantage au cours de la guerre, c'est parce que, d'une part, la pression des besoins primait tous les obstacles et, parce que, d'autre part, la fluidité de la circulation fiduciaire en France permettait une adaptation immédiate des prix nationaux aux prix élevés des produits importés. Nous notons en passant que les industriels allemands ont poursuivi systématiquement la dépréciation de leur change à partir de l'armistice, afin de rendre leur marché accessible à tous les pays importateurs et que la France doit, dans une mesure appréciable, à son change avarié le relèvement de ses exportations. On sait que les réactions favorables que le change avarié est susceptible de susciter consistent à la fois dans un accroissement des exportations et dans une restriction des importations.

C'est seulement après avoir tenu compte des influences qui viennent d'être indiquées que l'on peut envisager celles de l'interventionnisme prohibitif. Nous considérons cette influence comme très faible, peut-être inexistante. Cette ingérence de l'autorité pouvait trouver aisément sa justification dans la gravité du déficit commercial, mais elle a été inopérante. De nombreuses critiques, des discussions parlementaires, des procès retentissants ont fourni la preuve des défauts du fonctionnement de ce régime.

C'est dans un régime prohibitif mieux adapté aux circonstances, c'est surtout dans une politique énergique d'économie, dans une lutte persévérante contre le gaspillage, qu'il aurait fallu chercher les principaux remèdes à la crise des changes en France.

Cependant, on a espéré trouver le salut dans un nouveau genre de réglementation, dans des accords commerciaux. C'est ainsi que des arrangements commerciaux ont été conclus entre plusieurs pays et le Gouvernement français. Des accords étaient successivement conclus avec l'Italie le 3 mai 1917, avec l'Angleterre le 24 août 1917, avec la Suisse le 22 décembre 1917 et avec l'Espagne le 28 février 1918. L'analyse des statistiques douanières montre que c'est seulement l'application de l'accord franco-espagnol qui a donné quelques résultats satisfaisants.

Réglementation et régularisation du marché des changes. — Cette troisième période de notre étude est une période de réglementation. La politique des justifications de change a fini par être considérée comme insuffisante pour assurer au marché un approvisionnement proportionné aux besoins commerciaux légitimes et pour empêcher les abus de la spéculation.

Dans cette voie de réglementation, la France fut précédée par plusieurs autres belligérants. En Allemagne, dès le début de la guerre la « caporalisation » des opérations de change était un fait réa-

lisé sous l'influence dominante de la Reichsbank. Une loi du 28 janvier 1916 a sanctionné cet état de chose en accordant le monopole des changes à la Reichsbank et aux vingt-six banques de Berlin, de Francfort et de Hambourg. Le contrôle de cette nouvelle organisation était confié à la Devisenzentrale de la Reichsbank¹. Ce système a provoqué en Allemagne un mécontentement assez vif dans les milieux financiers et commerciaux à cause de la position privilégiée dont bénéficiait un groupe d'institutions de crédit. Mais l'esprit des Allemands s'est vite plié à ce nouveau régime, dont le fonctionnement n'a d'ailleurs pas réussi à enrayer la dégringolade du change allemand.

Au mois de février 1916, des régimes semblables à celui qui vient d'être mentionné, ont été institués en Autriche-Hongrie et en Russie. Ce sont donc surtout des pays à change avarié qui ont eu recours à cette centralisation et à cette surveillance des opérations de change.

Bien que tous ces organismes improvisés n'aient donné aucun résultat positif, le Gouvernement français a décidé d'entrer dans cette voie. Un arrêté du ministère des Finances, en date du 6 juillet 1917, a institué une Commission consultative des changes. Elle était chargée d'une part,

¹ « La réglementation du change en Autriche-Hongrie et les résultats du monopole en Allemagne », *Le Pour et le Contre*, 5 mars 1916; — « Les dissentiments dans la question du change entre les Allemands et les Autrichiens », A. Raffalovitch, *Econ. Fr.*, 1^{er} déc. 1917.

de surveiller la balance commerciale « de façon que cette balance soit constamment retouchée, au besoin par des interdictions d'importation et aussi par des encouragements à l'exportation » et, d'autre part « d'étudier tous les moyens propres à sauvegarder la valeur d'échange de la monnaie nationale contre les devises étrangères et à parer aux conséquences financières du déficit de la balance commerciale ».

Une des premières manifestations de l'activité de cette nouvelle Commission, fut de susciter la création du répertoire des opérations de change. La loi du 2 août 1917 prescrivait dans son premier article : « Quiconque fait profession ou commerce de recueillir, acheter ou vendre, négocier, escompter, encaisser ou payer des monnaies ou devises étrangères : coupons, titres d'actions ou d'obligations négociables ou non négociables, quels que soient leur dénomination et le lieu de leur création, dont le montant ou le prix est payable à l'étranger en monnaies étrangères ou payable en France en monnaie française, ou après négociation à l'étranger, sur une disposition de l'étranger, est tenu d'en faire la déclaration au bureau de l'Enregistrement de sa résidence et, s'il y a lieu, au bureau d'Enregistrement de chacune de ses succursales ou agences, soit avant toute opération, soit, s'il exerçait avant la promulgation de cette loi, dans les quinze jours à compter de cette promulgation » ¹.

¹ « Le répertoire des opérations de change », *Le Pour et le Contre*. 29 juillet 1917.

L'article 2 est ainsi conçu : « Les personnes désignées à l'article qui précède doivent exiger de toute personne avec laquelle elles effectuent l'une des opérations énumérées audit article, la déclaration de son identité, de sa nationalité, de son domicile et tenir un registre en papier non timbré, visé et paraphé par le président ou l'un des juges du Tribunal de commerce, sur lequel elles inscriront, jour par jour, sans blanc, ni interligne, chacune desdites opérations, sous réserve des dispositions spéciales de l'article 3 ».

En même temps, M. le ministre des Finances a adressé à toutes les banques une lettre les invitant à ne livrer du change qu'après s'être assurées qu'il s'agit de besoins légitimes. Cette invitation est devenue un ordre au terme du décret du 25 novembre 1917, qui renforce la surveillance des opérations de change et les subordonne à la justification de besoins commerciaux. Le but visé par ces mesures réglementaires était toujours le même : réserver au commerce d'importation la plus grande partie possible des disponibilités inscrites au crédit des nationaux et décourager ainsi toute tentative de spéculation.

Aux termes de la loi du 4 avril 1918, des dispositions encore plus rigoureuses ont été prises en vue d'améliorer le change français. Il était interdit (art. premier, 1^o) « de constituer hors de France (sauf autorisation écrite du ministre des Finances), par un moyen quelconque de crédit ou de change, à son profit ou au profit de tous tiers,

un avoir en titres ou en fonds, pour dépôt ou placement, d'y souscrire à une émission, de consentir un prêt à une personne résidant hors de France, d'acheter hors de France tous titres, biens ou produits quelconques, si l'opération implique, pour la personne qui l'effectue ou pour le compte de laquelle elle est effectuée, un transfert quelconque de fonds ou de titres hors de France »¹. De même, il était interdit d'importer en France des titres (actions, obligations et bons) et en général toutes valeurs représentant, directement ou indirectement, une part de propriété ou une créance. (titre II, art. 6). Suivant l'article 14, le ministre des Finances était tenu d'adresser trimestriellement au président de la République, un rapport sur l'exécution de cette loi.

Dans son premier rapport (du 25 juin 1918), le Ministre constate que le répertoire des opérations de change, est à la base de l'exportation des capitaux, tant au point de vue de l'application qu'au point de vue du contrôle. Dans ce rapport, on trouve aussi des explications sur le rôle de la commission des changes; il est difficile d'en dégager une impression favorable sur l'efficacité du régime institué².

¹ « L'interdiction d'exporter les capitaux et d'importer les titres et valeurs mobilières », *Le Pour et le Contre*, 8 avril 1918.

² *Bulletin de Stat. et de Législation comp. du Min. des Finances*, t. LXXXIII, p. 1116 et t. LXXXIV, u. 523,

Ces entraves à la liberté des opérations de change n'ont eu probablement aucune influence sur la balance française des comptes et n'ont pas empêché l'ascension des changes neutres jusqu'au mois d'octobre 1918. Mlle Suzanne Giraud remarque avec justesse : « Lorsqu'un pays doit effectuer à l'étranger des règlements considérables et qu'il ne possède qu'un petit nombre de devises pour lui permettre de payer ses dettes, on aura beau instituer des organismes nouveaux et des contrôles rigoureux, on n'empêchera pas le cours du change de refléter l'insuffisance des moyens de règlement sur l'étranger »¹. De plus, le régime de réglementation ne pouvait manquer de causer une confusion dans les affaires, de paralyser l'initiative financière et d'amener un état d'incertitude. La contre-partie espérée de ces conséquences inévitables, c'est-à-dire l'amélioration du change français, était un but impossible à atteindre par voie prohibitive.

L'amélioration et la stabilisation des changes anglais et américain sur le marché de Paris ne sont pas dues à cette organisation réglementaire, mais seulement à la libre coopération du Trésor français et de la Banque de France. Dans cette coordination d'efforts, on doit se féliciter justement de ne pas avoir eu recours à des mesures

¹ « Le rôle de la Banque de France pendant la guerre », p. 104, Thèse, Montpellier, 1918.

coercitives. Le Trésor s'est trouvé muni de disponibilités très importantes sur l'étranger et les a cédées à la Banque de France pour les besoins du marché français. La Banque distribuait les remises tirées sur Londres et New-York aux importateurs français qui justifiaient de l'emploi de ces fonds pour la satisfaction des besoins légitimes du commerce et de l'industrie. Cette position privilégiée de la Banque de France, dont elle ne tirait aucun avantage pécuniaire, lui a permis de fixer les taux du change du dollar et de la livre sterling, de leur imprimer un caractère officiellement immuable et de les soutenir avec succès.

La politique régulatrice du change s'est manifestée le plus souvent par une intervention directe et propice de la Banque de France sur le marché. Dès le début de février 1916, la Banque a fait faire à la Bourse de Paris des offres de change par l'intermédiaire d'un courtier accrédité auprès de la Bourse. Elle s'est vouée avec beaucoup de prudence à la surveillance des cours du change et de tous les événements qui ne devaient pas manquer de se répercuter sur leur tenue. La Banque déterminait librement sa ligne de conduite selon les circonstances. C'est ainsi qu'il est intéressant de signaler son intervention énergique en juillet et en août 1916, à la suite de la hausse, à Londres, du taux de l'escompte et de l'intérêt des bons du Trésor britannique. Cette mesure avait suscité à Paris quelques transferts de capitaux sur le marché de Londres et les auteurs de ces transferts, afin

de se couvrir contre la perte éventuelle du change, s'étaient proposés de vendre en même temps du change sterling à terme de trois à six mois. En présence de cet exode de capitaux, déterminé par la spéculation, la Banque de France fit offrir sur le marché, des remises sur Londres, aux mêmes échéances à un cours qui supprimait tout le profit que pouvait offrir la différence entre les taux d'intérêt des deux places.

Ce rôle d'organe régulateur a été rempli par la Banque sous une autre forme au mois de septembre 1916. A ce moment, les moyens dont elle disposait lui auraient permis d'agir sur le marché et de provoquer à coup sûr le fléchissement des cours de la livre et du dollar, ce qui aurait amené une reprise du change français par rapport à toutes les devises étrangères. La Banque de France n'en a rien fait et s'est bornée à maintenir le change au même niveau que précédemment, dans le but d'attirer sur le marché français, par le maintien d'une prime de change élevée, les capitaux étrangers. Cette abstention présentait un intérêt d'autant plus vif qu'on se trouvait à la veille du second grand emprunt de guerre français.

Quelquefois, il est arrivé que la Banque de France intervint pour empêcher une baisse précipitée des changes étrangers. Une spéculation à la baisse était déchaînée au début d'avril 1917 sur la livre sterling. Le 10 avril, des transactions sur Londres furent conclues avant l'ouverture de la Bourse, au cours de 27,05, alors que le cours

moyen de clôture avant les vacances de Pâques, le 5 avril, s'était maintenu à 27,47. Il a suffi que la Banque de France se retirât du marché et le laissât à lui-même, pour que les vendeurs à découvert se ressaisissent et que la livre remonte à 27,25. Le même cas s'est présenté en décembre 1918, mais cette fois-ci pour arrêter l'affaïssement des changes anglais et américain, on a procédé à des achats de livres sterling et de dollars.

Il va s'en dire que la tâche de la Banque de France, sous cette forme d'habiles interventions sur le marché des changes, aurait été impossible sans l'aide effective du Trésor français. Bien que la Banque disposât d'un portefeuille personnel d'effets étrangers, celui-ci était fort réduit par rapport aux besoins commerciaux, qui exigeaient des milliards. Si l'appui financier du Trésor avait fait défaut, les possibilités d'action de la Banque en auraient subi très fortement le contre-coup. On en a eu déjà la preuve au cours de l'année 1917 : le dédoublement des taux du change de la livre et du dollar s'était déjà produit dans le second semestre 1916 ; il s'aggrava encore au milieu de 1917. Ainsi au mois de juillet, le marché libre enregistrait des cours de beaucoup supérieurs à ceux fixés par la Banque de France. L'explication de ce phénomène réside dans une réduction du concours du Trésor français qui ne pouvait pas offrir à la Banque, les remises nécessaires à la satisfaction de toutes les demandes accompagnées de justification,

Il est incontestable que l'intervention du Trésor français en matière de change a été salutaire et a facilité dans une large mesure les règlements extérieurs.

Les événements de 1919 n'ont fait que confirmer l'importance de cette politique régulatrice. Nous avons signalé qu'à la fin du premier trimestre 1919, le marché des changes venait d'être atteint d'une convulsion, d'où le change français est sorti très endommagé, sans être parvenu depuis à se reprendre complètement. C'est exactement le 31 mars que le marché de Paris a été livré à ses seuls moyens, le Trésor français ayant cessé de concourir à son approvisionnement. La raison de cette suspension des interventions officielles se trouve dans l'attitude prise par la Trésorerie britannique, qui a fermé ses crédits au lendemain de l'armistice, rompant ainsi la solidarité financière qui avait permis à la France de faire face, sans trop de difficultés, à ses besoins de change.

Une fois ce soutien puissant du Trésor français enlevé au marché, il ne restait plus aucun obstacle à la pleine manifestation des principes économiques qui dominent les transactions de change. Le libre jeu de l'offre et de la demande a accusé immédiatement la position débitrice de la France et l'affaissement continu du change français qui se produisit dès lors, ne fût qu'une conséquence de cette situation difficile.

L'appui financier des Etats-Unis et la continuation de la politique des ouvertures de crédit. —

L'intervention des Etats-Unis aux côtés des Alliés a exercé une influence profonde sur les destinées du change français. Autorisé par le Congrès, le Gouvernement fédéral pouvait emprunter à 3 1/2 % toutes les sommes nécessaires aux belligérants de la guerre commune; la garantie des avances ainsi accordées devait consister dans des fonds d'Etat des pays alliés à échéance plus ou moins éloignée. C'est au commencement de mai 1917 que les Etats-Unis ont mis à la disposition du Gouvernement anglais une première avance de 200 millions de dollars. Peu de temps après, la Trésorerie américaine a consenti une première avance de 100 millions de dollars à la France. Il y a lieu de noter que cette aide effective n'a laissé aucun reflet sur le change français, tandis que la seule perspective de l'intervention des Etats-Unis avait causé une réaction favorable dans la position du franc au début d'avril 1917. Ce revirement, obtenu sous l'action d'un sentiment de confiance, n'avait été à la vérité que l'effet anticipé de l'appui matériel dont la réalisation commençait à se produire.

C'est cette ressource abondante qui a permis au Trésor français de faire face à ses achats aux Etats-Unis et de continuer avec plus de succès la régularisation et la stabilisation du change français sur Londres et New-York. Au moment de la signature de la paix, les avances ainsi mises à la disposition de la France s'élevaient au chiffre notable de 2.802.500.000 dollars.

Une des premières conséquences de cette nouvelle collaboration fut la formation de liens plus étroits entre le marché américain et la place de Paris. Le Trésor français est devenu plus indépendant du marché de Londres et dès lors il s'est passé plus facilement du concours anglais pour soutenir son change par rapport au dollar. La politique des envois d'or aux Etats-Unis ne présentait plus aucune utilité pour la France, puisqu'elle venait de trouver dans ce pays, des facilités de crédit dépassant ses espérances. Le métal jaune a donc cessé de remplir le rôle important qu'il jouait en 1915 et en 1916 comme soutien du change français. Pendant ces deux années, la coopération indirecte de la Banque de France au soutien des changes alliés, avait entraîné l'exportation de 2 milliards et demi de francs; en 1917, les sorties totales ont à peine dépassé 450 millions, dont 2 millions à destination des pays neutres, le surplus représentant de l'or prêté à la Trésorerie britannique à l'appui de conventions de crédit conclues par le Gouvernement français. Aucun des arrangements intervenus depuis l'entrée en guerre des Etats-Unis n'a comporté d'envois d'or.

En même temps, le Gouvernement britannique, dont les avances aux Alliés et aux Dominions s'élevaient, le 31 mars 1917, à 24 milliards de francs, a cessé d'être le banquier de la guerre et cette fonction a été désormais dévolue aux Etats-Unis. Au cours du mois d'avril 1918, il était convenu qu'en principe, la Trésorerie américaine n'ouvri-

rait plus de crédit à la Grande-Bretagne, laquelle, de son côté, cesserait de mettre des fonds à la disposition des Alliés et porterait seule le fardeau de ses frais de guerre. Dès lors, en effet, l'aide financière de l'Angleterre a commencé de diminuer au point de devenir nulle à partir de l'armistice, en ce qui concerne la France. Par contre, la Trésorerie britannique a continué de s'adresser au marché de New-York où elle a toujours trouvé des facilités de crédit.

La décision inébranlable des Etats-Unis de soutenir les Alliés dans le domaine financier a encouragé et déterminé d'autres pays d'Amérique à se montrer plus accessibles aux ouvertures de crédit. Nous citons à titre d'exemple un accord de crédit passé avec la République Argentine au début du mois de janvier 1918; ce pays a mis à la disposition de la France et de l'Angleterre 200 millions de piastres pour deux ans. Ce crédit devait être affecté au règlement de 2.500.000 tonnes de céréales achetées par les Alliés à l'Argentine. En général, toutes les disponibilités que la France s'est créées dans les pays d'Outre-Atlantique, soit à raison d'avances des Gouvernements, soit à raison d'opérations financières effectuées avec les banques américaines, ont été destinées d'avance au paiement des achats réalisés dans les pays créditeurs. Il en a été de même dans tous les pays neutres d'Europe qui ont consenti des ouvertures de crédit à la France. Si les crédits ouverts dans les pays étrangers n'ont pas, en principe, eu de répercussions sensibles sur

le marché des changes, c'est justement parce qu'ils ont été consentis en prévision d'opérations commerciales déterminées ou pour faire face au paiement des intérêts ou du capital de dettes antérieures.

Bien que les règlements de la France dans les pays neutres fussent peu importants en comparaison de ceux qu'elle devait effectuer en Angleterre et aux Etats-Unis, on ne pouvait négliger les changes neutres et assister paisiblement à leur ascension graduelle. Les Gouvernements et les banquiers neutres n'ont pas montré beaucoup d'empressement à aider financièrement les Alliés. Pour fléchir cette résistance, ceux-ci ont été amenés en 1917 et en 1918, à recourir à des restrictions commerciales rigoureuses en interdisant toutes les exportations à destination de ces pays. De là ont résulté, dans la suite, quelques accords économiques stipulant des avantages réciproques.

Ainsi, la Suisse a ouvert à la France pendant trois mois (octobre à décembre 1917) un crédit mensuel de 12 millions et demi, réalisable par l'escompte de traites françaises, endossées par un consortium de banques françaises; ces traites à 90 jours, renouvelables, étaient négociées à un consortium de banques suisses autorisées par le Gouvernement fédéral. L'insuffisance de ce crédit était manifeste et s'exprimait nettement par la hausse continue du change suisse, qui se poursuivit pendant ces trois mois. Le 29 décembre 1917 un autre accord financier fut conclu avec la Suisse: ce pays

mettait à la disposition de la France, un crédit de 180 millions de francs suisses, réparti sur une période de dix mois, réalisable sous la même forme que le crédit précédent. En échange, la France a accordé à la Suisse certaines facilités pour son approvisionnement et le transit de ses importations. Pendant la période de réalisation du crédit, la devise suisse a atteint les niveaux les plus élevés de la période de guerre.

Au début de 1918, on a annoncé que lord Cunliffe, gouverneur de la Banque d'Angleterre, avait négocié, en Espagne un emprunt de 500 millions de pesetas avec un groupe de banques de Madrid et de Barcelone. L'exemple de la Grande-Bretagne fut suivi par la France. Un accord entre elle et l'Espagne fut conclu au mois de février 1918. En dehors de dispositions d'ordre commercial relatives aux importations réciproques d'un certain nombre de produits, à des facilités spéciales de transit pour les marchandises que l'Espagne ferait venir de Suisse, l'accord intervenu stipulait qu'un crédit mensuel de 35 millions de pesetas serait ouvert par un consortium de banques espagnoles à un consortium de banques françaises, qui en mettrait le produit à la disposition du Trésor français. L'ouverture de crédit devait se réaliser au moyen de tirages d'effets à trois mois, renouvelables et garantis par un dépôt de valeurs espagnoles et d'obligations du Trésor français. Cette opération fut facilitée par un arrangement avec les maisons américaines qui participaient aux

crédits ouverts à la France avant l'entrée en guerre des Etats-Unis. Ces maisons acceptèrent qu'aux titres de rente extérieure espagnole qu'elles détenaient en garantie, d'autres valeurs fussent substituées. Cette convention d'ouverture de crédit en Espagne fut mise en vigueur seulement au mois de mai 1918 et porta sur un montant total de 350 millions de pesetas. Lorsqu'elle a atteint son terme normal, elle a été, par un nouvel accord prorogée de trois mois.

En passant, nous notons une convention économique et financière passée entre l'entente et le Gouvernement néerlandais dans les premiers jours de novembre 1918. Le crédit ouvert en Angleterre était de 75 millions de florins, ceux ouverts à la France et à l'Italie, de 30 et de 18 millions de florins. Ces crédits ont été mis à la disposition des bénéficiaires en six tranches mensuelles et garantis par des bons du Trésor 5 %, remboursables en cinq ans.

Il est à peine nécessaire de remarquer que ces ouvertures de crédit, étaient bien faibles par rapport au montant des dettes contractées par la France. Les statistiques des douanes des pays neutres accusaient une balance commerciale constamment favorable depuis 1915. Cette modification provenait notamment de l'augmentation sensible des exportations à destination de la France. Au contraire, la France manquait visiblement de moyens de compensation sur toutes les places neutres, dont les primes respectives ne faisaient qu'indiquer cette pénurie.

En temps normal, les effets du change indirect, qui n'est qu'une forme de l'arbitrage international, permettaient à une nation de régler ses dettes sur un pays au moyen de ses créances sur un autre. Les troubles jetés dans les rapports internationaux ont paralysé les combinaisons de ce genre en ce qui concerne spécialement la France; elle est devenue débitrice partout et l'un de ses principaux moyens de règlement, son portefeuille de titres étrangers, a subi une dépréciation notable. Ce n'étaient en effet que les ouvertures de crédit qui pouvaient atténuer son état débiteur par rapport aux pays exportateurs. Là où la France a trouvé des facilités de crédit, elle a réussi à maintenir son change à un niveau satisfaisant, par rapport au volume considérable de ses engagements; il en a été ainsi notamment à l'égard de l'Angleterre et de l'Amérique. Dans les pays neutres, qui ont fait preuve d'une parcimonie regrettable en matière d'ouverture de crédit, la France a vu au contraire son change considérablement déprécié.

Il serait intéressant de donner un aperçu de l'efficacité des ouvertures de crédit en matière de politique de change.

En temps normal, les ouvertures de crédit constituent un procédé des plus usités, en vue de se procurer sur une place déterminée des moyens de compensation. Elles permettent de faire remettre à plus tard le paiement des achats extérieurs, de proroger les délais des échéances auxquelles on ne

peut pas faire face immédiatement; elles neutralisent temporairement l'action des dettes d'un pays sur son change.

Une politique d'ouvertures de crédit doit être nécessairement suivie d'une préparation en vue d'effectuer le montant des crédits échus. Si l'on procède à des renouvellements de crédits déjà accordés, les ajournements de libération ne peuvent toujours durer; la liquidation aura nécessairement lieu un jour. Ainsi, une ouverture de crédit implique à l'avenir l'existence de disponibilités, avec lesquelles on sera à même de s'acquitter aux termes convenus. En cas de défaut de disponibilités, le crédit échu, qui a été un remède momentané, devient un mal à son tour. On ne saurait assez dire qu'il est infiniment dangereux de poursuivre une politique d'ouvertures de crédit sans envisager les possibilités de l'avenir.

Pendant la guerre, en France, on a eu recours sur une grande échelle au crédit international. Il est incontestable que c'est lui qui a facilité dans une large mesure la marche des importations françaises. Il faut rendre hommage à la solidité du crédit de la France, qui lui a valu des milliards de moyens de compensation sur l'étranger. Cependant, sans un relèvement sensible de la puissance économique nationale, on ne pourrait demeurer plus longtemps dans cette voie.

C'est après la guerre surtout que l'on a vu que la politique des ouvertures de crédit a ses limites. Dans le deuxième semestre 1919, une forte oppo-

sition s'est manifestée aux Etats-Unis contre les ouvertures de crédit. Elle s'appliquait aussi bien aux avances des banques privées qu'à celles du Gouvernement. M. Harding, du Conseil de la réserve fédérale, s'est fait le défenseur de cette nouvelle orientation. Le principal argument invoqué est, que plus on accordera de crédits à l'Europe, plus les changes s'élèveront. En ce qui concerne la France qui était déjà délaissée dès l'armistice par la Grande-Bretagne, elle a ressenti un contre-coup sérieux de cette attitude de ses alliés. En 1918, elle a obtenu pour 17 milliards de crédits en 1919 pour 4 milliards seulement. Au mois de décembre 1919, la livre sterling enregistrait une prime de 60 %, le dollar une prime de 100 %, le franc suisse une prime de 95 %, la peseta une prime de 102 % et le florin hollandais une prime de 75 %. En mars 1920, la prime de la devise anglaise atteignait 167 % (cours 67,45) et celles des autres devises mentionnées plus haut dépassaient 200 % ¹.

Cette baisse sans précédent du change français, amenée surtout par la diminution du volume des crédits extérieurs, témoigne, d'une part, de l'importance du rôle que les crédits internationaux ont joué en temps de guerre, et d'autre part, du danger que constitue la fragilité d'une politique basée sur cette catégorie de ressources.

¹ Dollar 17,08, peseta 3, franc suisse 3,09, florin hollandais 6,28.

En terminant notre étude, nous signalons avec une vive satisfaction l'amélioration du change français et des exportations françaises constatée depuis la fin de 1920. C'est un indice encourageant. Nous sommes profondément convaincu que le peuple français saura donner en temps de paix la preuve de ses hautes qualités dans le domaine économique, comme il a donné la preuve de son héroïsme admirable sur le champ de bataille pendant la guerre.

BIBLIOGRAPHIE

LIVRES

- ARNAUNÉ. — La monnaie, le crédit et le change. Paris, Félix Alcan, 1913.
- ARON (André). — La crise économique en Angleterre (1919-1920). Paris, Plon.
- BASTABLE. — La théorie du commerce international. Paris, Giard et Brière, 1900.
- BARRIOL. — Théorie et pratique des opérations financières. Paris, Octave Doin, 1908.
- BLANCART (Charles). — Die Devisenpolitik während des Weltkrieges (août 1914 à novembre 1918). Zurich, Orell Füssli, 1919.
- BRION (Maurice). — L'exode des capitaux français à l'étranger. Thèse, Nancy, 1912.
- CHARPENTIER (Maurice). — Le rôle du crédit dans le commerce, l'exportation. Thèse, Bordeaux, 1912.
- CLARE (Georges). — Le marché monétaire anglais et la clef des changes (traduit de l'anglais par M. G. Giraud). Paris, Ondin, 1894.

- COMBAT. — Manuel des opérations de Bourse, 1916; Finances publiques, emprunts et placements pendant la guerre, 1917; Les Affaires, la Bourse, les Banques et la Guerre, 1917. Paris, Berger-Levrault.
- CONANT. — Monnaie et Banque (traduit de l'anglais par G.-R. Lévy). Paris, Giard et Brière, 1908.
- COURTOIS et VIDAL. — Traité des opérations de bourse et de change. Paris, Garnier frères, 1910.
- DECAMPS. — L'or et les règlements internationaux pendant la guerre. Paris, Berger-Levrault, 1918.
- DUPLESSIS. — Le crédit en banque en Allemagne et en France et notre avenir économique. Paris, Berger-Levrault, 1915.
- GIDE (Charles). — Cours d'Economie politique, II tomes, Paris, Recueil Sirey, 1920.
- GIRAUD (Suzanne). — Le rôle de la Banque de France pendant la guerre. Thèse, Montpellier, 1918.
- GOSCHEN. — Théorie des changes étrangers. Paris, Guillaumin, 1892.
- JEVONS (Stanley). — La monnaie et le mécanisme de l'échange. Paris, Alcan, 1891.
- LAUGHLIN (Lawrence). — A study of the European war. New-York, Chales Scribner's Sons, 1918.
- LAVELEY (Emile de). — Le marché monétaire et ses crises depuis cinquante ans. Paris, Guillaumin, 1865.

- LIESSE (André). — L'organisation du crédit en Allemagne et en France. Paris, Berger-Levrault, 1915.
- LYSIS. — Contre l'oligarchie financière en France. Paris, Albin Michel, 2^e édition.
- MANCHEZ (Georges). — Société de dépôts, Banques d'affaires. Paris, Delagrave, 1918.
- MEDELSHEIM (G. Cerfberr de). — Le nerf de la guerre. Paris, Berger-Levrault, 1916.
- MITJAVILE. — La crise du change en Espagne. Thèse, Bordeaux, 1903.
- NOGARO. — Le rôle de la monnaie dans le commerce international. Thèses, Paris, 1904.
- PALLAIN (Jacques). — Les changes étrangers et les prix. Thèse, Paris, 1905.
- POITTEVIN. — Théorie des changes, arbitrages et parités. Paris, Marcel Rivière, 1920.
- REBOUD (Paul). — Essai sur les changes étrangers. Paris, Arthur Rousseau, 1900.
- ROCHE-AGUSSOL (Maurice). — Essai sur le « Clearing System ». Thèse, Montpellier, 1903.
- SAYOUS. — Les effets du blocus économique en Allemagne. Paris, Payot et Cie, 1915.
- TAUSSIG (F.-W.). — Principles Economics. New-York, The Macmillan Company, 1919.
- THÉRY (René). — Rapports des changes avariés et des règlements extérieurs. Thèse, Paris, 1912.
- TRUCHY. — Cours d'économie politique, t. I. Paris, Recueil Sirey, 1919.

WITHERS (Hartley). — Qu'est-ce que la monnaie (trad. d'anglais par Charles Rist). Paris, Marcel Giard et C^o, 1920.

ARTICLES

AFTALION (Albert). — La politique française en matière d'importation pendant la guerre. *Revue d'Economie politique*, 1919, p. 164.

ARTAUD (Andrien). — L'Urgence de développer nos exportations. *Revue des Deux-Mondes*, 1 octobre 1915.

AVENEL (Georges d'). — A qui profitera la guerre? *Revue des Deux-Mondes*, 1915, p. 241.

BENDIX. — Germany's financial mobilisation. *Quarterly Journal of Economics*, t. XXIX, p. 724.

BONN (M.-J.). — The fall in german Exchange. *Quart. Journ. of Econm.*, vol. 31, p. 108.

BOURDON (Jean). — Le change franco-suisse et le rôle des écus. *Rev. d'Econ. pol.*, 1916, p. 280.

CHLEPNER (I.). — La théorie du papier-monnaie et la théorie générale de la monnaie. *Rev. d'Econ. pol.*, 1914, p. 451.

COUSIN. — Le commerce extérieur de la France pendant les dernières années de la guerre. *Economiste français*, 1919, 22 mars.

DROMEL (P.). — Points de vue boursiers. *La Situation économique et financière*, 16 avril 1921.

- FISHER (Edmond). — L'Amérique bancaire et monétaire. *Revue Economique internationale*, janvier 1914.
- FRANÇOIS (G.). — Les changes étrangers. *Rev. d'Econ. pol.*, 1914, p. 179.
- GIDE (Charles). — De l'influence de la guerre sur les prix. *Rev. d'Econ. pol.*, 1915, p. 197.
- GUYOT (Yves). — Les dépenses et les revenus de la France et le Royaume-Uni. *Journal des Economistes*, juillet 1915.
- KEYNES (J.-M.). — The City of London and the bank of England. *Quart. Journ. of Econ.*, t. XXIX, p. 48.
- LACHAPELLE (Georges). — Les finances publiques pendant la guerre. *Revue de Paris*, 1915, p. 320.
- La Bourse de Paris. *Ibid.*, avril 1915, p. 384.
- Les Sociétés de crédit. *Ibid.*, 1915, p. 781.
- LÉVY (Q.-R.). — La Mobilisation financière. *Rev. des Deux-Mondes*, 1^{er} septembre 1914.
- La défense économique de l'Angleterre. *Ib.*, 15 sept. 1914.
- Les effets de la guerre aux Etats-Unis. *Ib.*, 1^{er} octobre 1914.
- La situation économique et financ. de l'Allemagne après deux mois de guerre. *Ibid.*, 15 octobre 1914.
- Effets de la guerre au point de vue monétaire. *Revue Bleue*, 8 et 21 août 1914.
- MONDET (N.). — The Currency Law. *Journal des Econ.*, janvier 1914.

- NEYMARK (Af.). — Inflation et déflation fiduciaire et monétaire. *Le Rentier*, 7 mai 1921.
- PUPIN (René). — La balance économique de la France en 1912 et 1915. *Journal de la Soc. de Stat. de Paris*, 1916, p. 392.
- SPRAGUE (O.-M.-W.). — The federal reserve act. *The Quart. Journ. of Econ.*, 1914.
- War and the financial situation in the United States. *Ibid.*, 1914.
- The federal reserve banking system in operation. *Ibid.*, t. XXX, p. 627.
- RAFFALOVICH (Arthur). — Finances allemandes. *Econ. Franç.*, 16 janvier 1915.
- L'organisation du crédit en Allemagne pendant la guerre. *Ibid.*, 16 octobre 1915.
- La réglementation des opérations de change en Allemagne et les prix. *Ibid.* 20 octobre 1917.
- Quelques problèmes monétaires des Empires centraux. *Ibid.*, 24 mai 1919.
- SAUVAIRE (Jourdan). — La vérité sur les caisses de prêt allemandes. *Rev. d'Econ. polit.*, 1915, p. 15.
- TAUSSIG (F.-W.). — International trade under depreciated money. *Quart. Journ. of Econ.*, t. XXXI, p. 380.
- VILLEY. — Le commerce extérieur de la France avant et après la guerre. *Rev. d'Econom. polit.*, 1916, p. 245.
- X... — De l'urgente nécessité de faire cesser l'anarchie des changes internationaux. *Ec. Franç.*, 12 sept. 1914.

- La question des changes étrangers et des chèques sur l'étranger. *Ibid.*, 26 septemb. 1914.
- La situation financière et commerciale aux Etats-Unis. *Ibid.*, 19 sept. 1914.
- L'évolution des changes étrangers. *Ibid.*, 6 mars 1915.
- Les moyens de change et l'arbitrage entre la France et l'étranger. *Ibid.*, 7 avr. 1915.
- Crise des frets, *Ibid.*, 18 mars 1916.
- Les déplacements d'or depuis le début de la guerre. *Ibid.*, 24 juin 1916.
- La crise des changes et l'intervention américaine. *Le Pour et le Contre*, 8 et 15 avr. 1917.
- M. Thierry et le problème du change. *Ibid.*, 8 juillet 1917.
- Le change français en 1917. *Ibid.*, 13 janv. 1918.
- Le change suisse. *Ibid.*, 2 sept. 1917.
- Du rôle des établissements de crédit pendant la guerre. *Ibid.*, 8 août 1915.

PÉRIODIQUES

*Bulletin de Statistique et de Législation comparée
du Min. des Finances.*

Cote de la Bourse et de la Banque.

Economist (The).

Economiste Français.

Journal des Economistes.

TABLE DES MATIÈRES

	PAGES
AVANT-PROPOS.....	7
INTRODUCTION.....	9
I. — La Théorie du Change.....	9
II. — Les Marchés mondiaux et les répercus- sions monétaires de la guerre.....	23
PREMIÈRE PÉRIODE (Août 1914 — Mai 1915)	
Anarchie du marché des changes. — Rétablis- sment du marché des changes. — Le change français favorable. — Balance com- merciale. — L'inflation des billets de banque.....	39
DEUXIÈME PÉRIODE (Mai 1915 — Avril 1917)	
Analyse descriptive du marché des changes. — Les causes des fluctuations du change. — L'or et la stabilisation du change français. — Conséquences de la politique des envois d'or aux Etats-Unis ; emprunt franco anglais. — L'utilisation des valeurs mobilières et les ouvertures de crédit.....	65
TROISIÈME PÉRIODE (Avril 1917 — Juillet 1919)	
Physionomie générale du marché des changes La politique interventionniste en matière d'importation. — Réglementation et régula- risation du marché des changes. — L'appui financier des Etats-Unis et la continuation de la politique des ouvertures de crédit.....	101
BIBLIOGRAPHIE.....	135

Journal de la Société de Statistique de Paris.

Pour et le Contre (Le).

Quarterly Journal of Economics (The).

*Rapport du Min. des Finances (Administration d.
Monnaies et Médailles).*

Rentier (Le).

Revue Bleue.

Revue d'Economie Politique.

Revue des Deux-Mondes.

Revue économique internationale.

Revue de Paris.

Situation économique et financière (La).

VU.

Le Président de la Thèse,
J. VALERY.

VU.

Montpellier, le 17 juin 1921.
Le Doyen de la Faculté de Droit,
J. VALERY.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER.

Montpellier, le 18 juin 1921.
Le Recteur,
JULES COULET.

